全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

http://iask.sina.com.cn/u/1644200877 此处有大量书籍免费下载！
仅供个人阅读研究所用，不得用于商业或其他非法目的。切勿在他处转发！
水隐醉月制作



Notes on the Sa... of Gold
the Value of Money
the Security of Investments, and
Other Delusions

“他能够随意撷取一个复杂的概念并将其解释得通俗易懂，既能让外行的普通读者易于理解，又令内行的专业人士兴味盎然。”

美国证券交易委员会前主席**阿瑟·莱维特**倾情作序

Peter L. Bernstein

伯恩斯坦金融三部曲 2

华尔街上的经济学家

金融学通俗读本

纪念版



美国著名金融史学家
[美] 彼得·伯恩斯坦（Peter L.Bernstein）◎著　田唯　穆瑞年◎译

ECONOMIST ON WALL STREET



中国人民大学出版社
China Renmin University Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

ECONOMIST ON WALL STREET

伯恩斯坦金融三部曲②

华尔街上的经济学家 纪念版

[美] 彼得·伯恩斯坦（Peter L.Bernstein）◎著
田唯 穆瑞年◎译



Notes on the Sanctity of Gold, the Value of Money, the Security of Investments, and Other Delusions

http://iask.sina.com.cn/u/1644200877 此处有大量书籍免费下载！
仅供个人阅读研究所用，不得用于商业或其他非法目的。切勿在他处转发！
水隐醉月制作

中国人民大学出版社
·北京·

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

伯恩斯坦金融三部曲2：华尔街上的经济学家/（美）伯恩斯坦著；田唯等译.
北京：中国人民大学出版社，2009
ISBN 978-7-300-11252-7

Ⅰ.伯…
Ⅱ.①伯…②田…
Ⅲ.金融学－基本知识
Ⅳ.F830

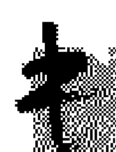
中国版本图书馆CIP数据核字（2009）第179649号

伯恩斯坦金融三部曲2：华尔街上的经济学家
［美］彼得·伯恩斯坦　著
田唯　穆瑞年　译

出版发行	中国人民大学出版社			
社　　址	北京中关村大街31号	邮政编码	100080
电　　话	010－62511242（总编室）		010－62511398（质管部）
	010－82501766（邮购部）		010－62514148（门市部）
	010－62515195（发行公司）		010－62515275（盗版举报）
网　　址	http://www.crup.com.cn		
	http://www.ttrnet.com（人大教研网）		
经　　销	新华书店		
印　　刷	涿州星河印刷有限公司		
规　　格	140mm×210mm　32开本	版　　次	2009年10月第1版
印　　张	9.875　插页2	印　　次	2009年10月第1次印刷
字　　数	171 000	定　　价	38.00元

版权所有　侵权必究　　印装差错　负责调换

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



湛庐文化·出品
Cheers Publishing

编辑手记

在历史中巡航的金融大师

我们从幼稚而杂乱无章的选股阶段，发展到在统观整个资本市场运作的基础上构建组合，伯恩斯坦的贡献在于，他作为桥梁和沟通者，向投资者普及了学院式的金融理论。

——诺贝尔经济学奖得主威廉·夏普

2009年，我们失去了一位金融大师……

在金融界，他的“有效市场理论”缔造了现代投资管理的一个里程碑，他把象牙塔里那些艰深晦涩的金融模型发展提炼为可操作的投资策略，进而改变了华尔街的投资行为模式。

在金融界，他是由政治学转读经济学的哈佛高材生，美国已故总统约翰·肯尼迪是他的同班同学，著名经济学家约瑟夫·熊彼特是他的启蒙

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

老师。

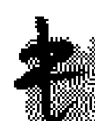
在金融界，他是人所共知的“最棒的写手”，而且更令人惊叹并尤为敬佩的是，几乎他所有重要的著作都是在70岁之后完成的。

他就是著名金融史学家彼得·伯恩斯坦。

伯恩斯坦先生见证了过去一个多世纪里几乎每一场金融危机。他也是极少数亲身经历过1929年大萧条、而在2008年的金融风暴中还依然活跃在市场上的人。亲眼目睹了近一个世纪波澜壮阔的金融活动，经历了一次又一次险象丛生的市场起伏，越到晚年的伯恩斯坦，越能用普通人最容易理解的方式，对金融、市场与风险，提出发人深省的警告。 他说，“今天的投资人最大的问题”，就是“缺乏历史感”；他说，“假如对历史多一点理解，很多人也许就能够避免市场崩盘所带来的伤害。”

鉴于此，我们特别推出这套最经典的金融三部曲，借以缅怀远在天堂的伯恩斯坦先生，并希望每一位读者都能在金融历史的巡航中，跟随他领略那些至今依然熠熠生辉的真知灼见……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net


湛庐文化·出品
Cheers Publishing

一切为了您的阅读价值

常常阅读我们图书的读者一定都记忆犹新，2008年前出版的图书中，都放置了一篇题为"一切为了您的阅读体验"的文章，文中所谈，如今都得到了读者的广泛认同，也得到了出版业内同行的追随。

在我们2008年以后的新书以及重印书中，读者会看到这篇"一切为了您的阅读价值"；而对于我们图书的新读者，我们特别在整本书的最后几页，放置了"一切为了您的阅读体验"的精编版。今后，我们将在每年推出崭新的针对读者阅读生活的不同设计和思考。

★ 您知道自己为阅读付出的最大成本是什么吗?

★ 您是否常常在阅读过一本书籍后，才发现不是自己要看的那一本?

★ 您是否常常发现书架上很多书籍都是一时冲动买下，直到现在一字未读?

★ 您是否常常感慨书籍的价格太贵，两百多页的书，值三十多元钱吗?

阅读的最大成本

读者在选购图书的时候，往往把成本支出的焦点放在书价上，其实不然。**时间才是读者付出的最大阅读成本。**

阅读的时间成本=选择图书所花费的时间+阅读图书所花费的时间+误读图书所浪费的时间

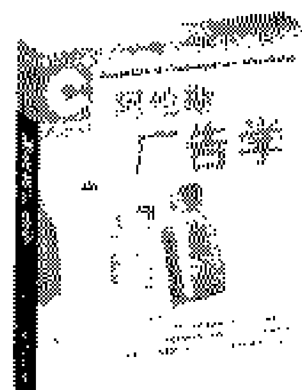
选择合适的图书类别

目前市场上的**图书来源**可以分为**两大类，五小类：**

1. 引进图书：引进图书来源于国外的出版公司，多为从其他语种翻译成中文而出版，反映国际发展现状，但与中国的实际结合较弱，这其中包括三小类：

a）教科书：这类书理论性较强，体系完整，但多为学科的基础知识，适合初入门的、需要系统了解一门学问的读者。





全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

b）专业书：这类书理论性、专业性均较强，需要读者拥有比较深厚的专业背景，阅读的目的是加深对一门学问的理解和认识。









c）大众书：这类书理论性、专业性均不强，但普及性较强，贴近现实，实用可操作，适合一门学问的普通爱好者或实际操作者。

2．本土图书：本土图书来源于中国的作者，反映中国的发展现状，与中国的实际结合较强，但国际视野和领先性与引进版相比较弱，这其中包括两小类，可通过封面的作者署名来辨别：



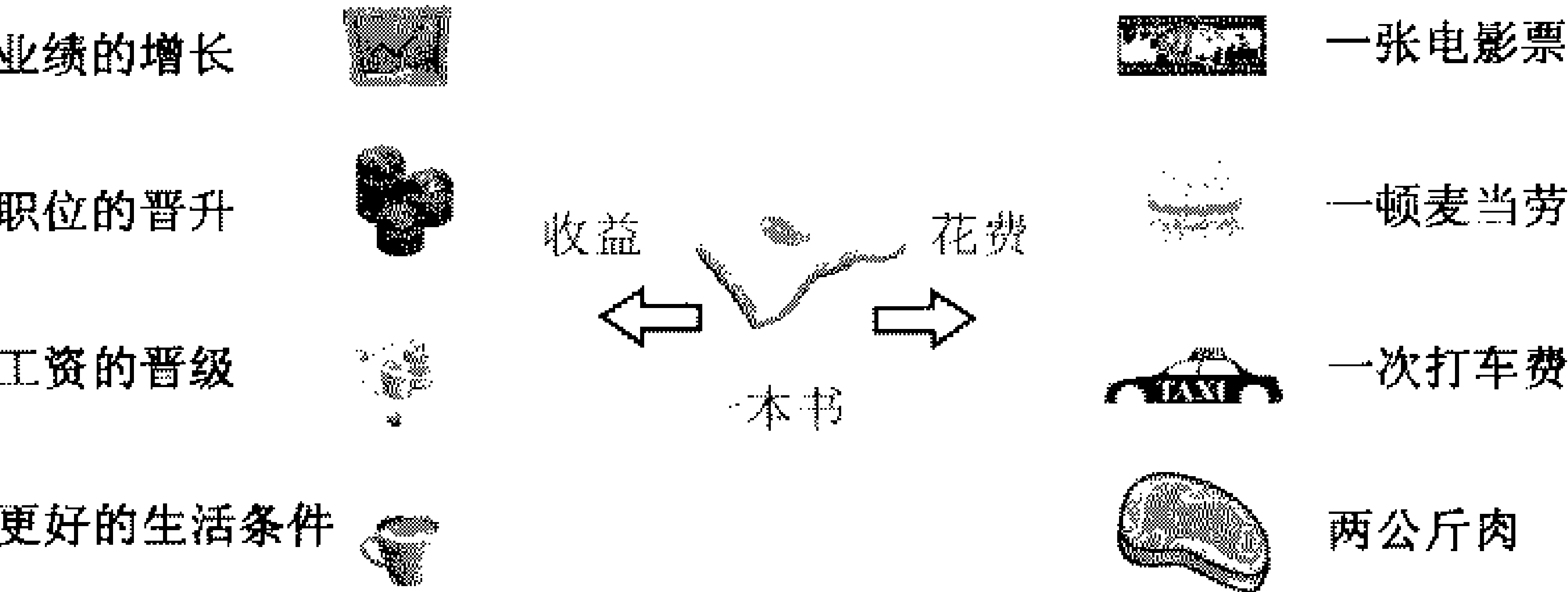


a）“著”作：这类图书大多为作者亲笔写就，请读者认真阅读“作者简介”，并上网查询、验证其真实程度，一旦发现优秀的适合自己的作者，可以在今后的阅读生活中，多加留意。系统地了解几位优秀作者的作品，是非常有益的。

b）“编著”图书：这类图书汇编了大量图书中的内容，拼凑的痕迹较明显，建议读者仔细分辨，谨慎购买。

七 阅读的收益

阅读图书最大的收益，来自于获取知识后，**应用于**自己的**工作和生活**，获得品质的**改善和提升**，由此，油然而生一种无限的**满足感**。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

总 序

走近本质

CMC Markets 集团首席运营官 道格·理查

读一本厚厚的经济学总会让人恹恹欲睡，不管理论讨论得有多精妙。但是伯恩斯坦先生的经济学著作却是一个例外，你很难把它们与小说分开来，更会被他那些风趣的小段落深深吸引。伯恩斯坦先生是位幽默风趣的财经达人，他经历丰富，热爱生活。虽然曾为家族管理财富并创下巨额收益，但更醉心于教育与出版事业。他一生出品颇丰，一向以话题广泛且论述深刻著称于业内。这套金融三部曲是伯恩斯坦先生成书最早、历时最长的一辑，无论观点还是语言风格皆堪称经典，也为他日后的很多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

著作打下了伯氏印记。

伯恩斯坦写经济，命题深刻，但是下笔却轻描淡写。与那些大部头不同的是，读者不会在他的书前望而生畏，驻足不前。他的观点总让人感到深意所在，在《繁荣的代价》中，面对政府收支与私人消费的关系，透过分析公众对税款的恐惧与政府资源的运用，政府的责任与预算的浪费，从取和用两个方面提纲挈领地对公用开支与私人消费两者间的平衡关系进行了深入的分析。伯恩斯坦让我们忘掉了无意义的数据堆积，也省去了针对主义的表面争论，而是帮助我们牢牢抓住了问题的本质。同样的风格也体现在《华尔街上的经济学家》一书中，开篇便开宗明义地提出了这个命题的优先所在，少了面面俱到，但却一语中的；少了学究气，但绝没有影响对问题阐述的组织与逻辑。而在《金融简史》中，即便是像货币与银行这么枯燥的内容，他也一样能让读者领会题目的精妙所在。这是对一位作者功力的考验，没有对宏观经济的透彻了解，没有历经岁月的深思熟虑，很难想象用如此简短的篇幅评述一个令人敬畏的领域。多年在金融系统浸淫的经历让笔者对货币银行学有着深刻的认识，从货币到信用，从控制到储值，由此及彼，毫无花哨卖弄，也不曾错过半分紧要。作为社会科学的一个重要分支，货币金融的发展总是和人类历史

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

紧密关联在一起的。

伯恩斯坦喜欢历史，也把历史的引子安排得妥妥贴贴的，把读者拉回到更久远的图景里，透过趋势让我们鉴往知来。

但过去的日子一去不返了，尽管它简单。那时候，我们不必每天在抵押债权、结构投资产品、次级抵押债券以及一摞神奇的金融衍生品概念中转得头昏脑胀。20世纪最后的30年中，不计其数的理论以及实践革新横扫华尔街。市场上出现了成千上万的新的市场工具，金融业中的巨无霸们也越来越经不起来自衍生品生意的利益诱惑，纷纷放下旧业开始新生。

象牙塔内的“火箭科学家”们和他们的“新古典金融学”成为了当今金融体系的智慧核心。他们给投资和风险管理带来的创新如此强大，让市场比以往更活跃，所谓模型所指，所向披靡。所有这些让人们不由得相信，高度发达的金融体系创造了美好的世界，而我们，已经坐在了这世界之巅。然而令人惊奇的崩溃发生了，“空中楼阁”转眼倒掉。我们不由得自问，这一路走来，是否遗失了什么重要的东西？

事实上，今天我们面临的时代挑战与以往并无差异，货币政策、经济增长、通胀与反通胀，这一切依旧本质，一如既往地令人备受折磨。以史为鉴，伯恩斯坦

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

金融经典系列中的观点将帮助我们以当今视角来理解这些变数。

以今天的视角来重新审视这部书，历经岁月之后，有些观点难免偏颇，但我们并不需要为此惊奇。仅需牢记一点：不要被往事的记忆误导。值此金融发展之际，这套金融经典系列应该看做是关于经济体系核心的启蒙必读。它让我们走近事物的本质。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

推荐序一

我所认识的伯恩斯坦

美国证券交易委员会前主席

阿瑟·莱维特（Arthur Levitt）

我认识彼得·伯恩斯坦已经有35个年头了，彼此既是职场同事，也是社交伙伴。在那些漫长的岁月中，这位非凡人物不断展现出过人的才智和个性，显得如此与众不同。任何与其共事的人都知道，彼得才华横溢、风度翩翩，做事极有原则。我们这些曾与他密切合作过的人还知道，此人颇为执著、骄傲，性情幽默，有时却又难免性格暴躁。总的来说，在我们漫长而深入的交往中，他的这些性格特点始终让我对他敬佩有加。

我最初遇到彼得是在20世纪70年代初，那时我是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一家名为“卡特-伯林德-韦尔-莱维特”（Carter, Berlind, Weill, and Levitt, CBWL）的经纪公司的合伙人。这是一家以零售业务为主的公司，同时做一些市场调查，正在努力跻身于机构和投资银行的行列，希望在那个领域占有一席之地。当时我已听说过彼得；他是华尔街的一位颇有影响的人物——与我们这些羽翼未丰的企业相比尤其如此。如果能够说服彼得和他的公司加入我们，那对我们来说可是惊人的战略之举。我满怀勇气，去找了一位朋友哈尔·埃德尔斯坦（Hal Edelstein）（当时他是伯恩斯坦-麦考利（Bernstein - Macaulay）公司的合伙人），想知道他那家规模不大但颇被看好的投资咨询公司是否愿意与 CBWL 建立合作关系。当哈尔表示出对这一建议有些兴趣时，我立即请求我们的资深合伙人阿瑟·卡特（Arthur Carter）和我一起说服彼得将伯恩斯坦-麦考利公司与我们公司合并。我们相信，彼得的个人威信，再加上他公司所拥有的享有很高声望的客户群，这些提升公司形象的因素或许会为我们打开通往机构和高端市场之门，而那原本可能是我们这样的小公司永远无法企及的。

卡特的魅力和坚持最终得到了回报，伯恩斯坦-麦考利公司加入了我们的企业，并且在多年之后成为花旗集团旗下的美邦（Smith Barney）经纪业务部门的前身。在合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

并前后的蜜月期，彼得所显示出的一些性格特征让我觉得失望，但另一些又令人甚感可爱。彼得一再坚持伯恩斯坦－麦考利公司应拥有一定的独立性。那些多为专业和养老基金的高端客户，按他的话说，决不能成为“CBWL 包销业务的倾销市场”，他们也不一定要采纳 CBWL 分析师的投资建议。他认为零售经纪业务中存在着多层面的利益冲突，他对这件事的坚持简直到了顽固的地步。彼得的正直自然是无可置疑的，他为公司定下了一种经营有道的基调；很遗憾，在今天华尔街上的许多办公室里，人们已经很难看到这种道德感了。

随着 CBWL 的成长，彼得渐渐成为管理层中举足轻重的人物——在一群野心勃勃、冲动行事、立志在华尔街闯出一片天地的人中间，彼得的意见始终显得明智而极有分寸。随着两家公司的合并，我们建立起一种高度分权的关系，彼得选择和我们的经纪人以及分析师站在一起。彼得渐渐成为许多客户会议和晚餐上的中心人物——成为我们的团队中一个非常宝贵的组成部分。我清楚地记得，就在公司开始进入成长期的时候，投资银行家们恳求彼得将客户的钱投资在诸如 Tech AeroFoam、Arlen Properties 和 Omega Alpha 之类的公司中。“这与客户利益不一致，”彼得咕哝道，这让银行家们十分失望，他却以此保住了客户的利益。还有一次，桑迪·韦尔（Sandy Weill）带来了一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

项业务，Topper 玩具公司引起了彼得的注意。尽管彼得和桑迪都拥有高人一等的分析能力，他们却没有注意到该玩具公司有一项不当的会计账目，即将一批回收产品记入了销售收入。这笔玩具交易最终为公司许多最好的客户带来了巨大的财务损失，对公司的声望也是一个重大打击。令人赞赏的是，彼得没有责备任何人，而是承担了自己应负的责任，要知道由此带来的坏名声足以让任何一个从事风险管理业的人一败涂地。

除了惊人的理解力和高超的分析技巧外，彼得为人还十分友善。他很快就成为最受全体雇员尊敬和喜爱的合伙人，并时常运用自己鲜明的个人风格来缓和紧张的气氛以成功达成交易。

举例来说，公司最早的合伙人之一克拉伦斯·琼斯（Clarence Jones）曾试图开展一些非洲和加勒比国家的银行业务，彼得则无疑成了新业务的骨干。彼得与那些赞比亚人据理力争的场面是我职业生涯中最温馨的回忆，每次回想起这位博学多闻却又充满灵气的经济学家全力说服后者使用 CBWL－海登斯通公司（Hayden Stone）的服务并为其承销债券时，我都倍感亲切。还有一次，我们收购了一家濒临倒闭的公司作为我们在贝弗利山的首家分公司，必须迅速采取行动，说服被收购公司的 12 位经纪人留在 CBWL。彼得和我，以及我们新建分公司的经理赫布·拉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



纳（Herb Rhaner）飞往西部，搬出一堆道理，郑重地劝告新雇员加入我们的团队。他们很感兴趣，但是之后就邀请我们当晚在一家夜总会见面。我们心怀忐忑，不曾想到那一晚大家跳舞、喝酒，非常愉快。总之是彼得和善可亲的参与让我们顺利完成了任务。

事实上，与合伙人打成一片对于成长中的公司颇为重要，而且这种关系很快就成为了公司文化的一部分。彼得是我们家的常客，我和妻子也常常到他的府上拜访。的确，我永远忘不了第一次前往他位于萨顿广场（Sutton Place）附近的公寓拜访的情景。要知道我认识的彼得可是威廉姆斯学院（Williams College）的前任经济学教授，他对数据一丝不苟，对待客户的委托严肃认真；此外，他还是一位精明能干的生意人。所以，想象一下当我一踏入他的公寓有多惊讶吧！展现在我眼前的是地板上两只上窜下跳的兔子和用大量陶瓷兔子装饰得舒适漂亮的房间。从那一刻起，彼得便有了“兔人”的绰号（不过人们从来没有当着他的面叫过）。在我看来，这样顽皮的性情和他的才华一起成为彼得性格的一部分，让他成为一个如此非凡的人。能与此人为友，我感到万分荣幸。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

推荐序二

华尔街的标新立异者

《机构投资者》创始人

吉尔伯特·卡普兰（Gilbert E. Kaplan）

我第一次认识到彼得·伯恩斯坦的经济学观点，大概是在几年前的一个夏天。当时他和妻子要去度假，他请我去照顾他的宠物兔。由于之前从未有过照顾和喂养兔子的经验，我颇为战战兢兢地接受了这项苦差。我知道很多人都不认为兔子是最好的宠物，它们个性倔强，不像狗那么忠诚。不过普罗斯佩罗（Prospero）——这是个好名字，取自伯恩斯坦的第一部著作《繁荣的代价》——很快让我改变了看法：这只兔子和我接触不久就开始像一头幼犬那样嬉闹不止，有时甚至会在我呼

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

唤它的名字时跑上前来。可见伯恩斯坦并不认为兔子反应迟钝。在未经广泛考察时不盲目接受既有观点，或许正是伯恩斯坦思维方式的基础。

此外，将一种非同寻常且不受约束的动物作为宠物，大概也算得上是伯恩斯坦的典型风格了。事实上，伯恩斯坦就是一个非同寻常而又特立独行的人——从本书中打破常规的写作方法可见一斑——说他非同寻常，是因为在我认识的人中，鲜有几位像他那样既拥有实践经济学家的高超技巧，又是管理他人财富的专业投资经理人；说他特立独行，是因为他的理念就是始终对他人普遍认同的看法提出质疑。

正如读者将在本书中所看到的，伯恩斯坦擅于挑战真理。他根据经验证据进行考察，形成自己独特的观点；而那些不擅盘根问底的人往往会忽视这些观点。因此，本书就是作者持续质疑各种经济学知识，特别是股市中经济学知识的思考结晶。

伯恩斯坦引人深思的思考过程早有先例：几十年前，伯恩斯坦的前辈——德高望重的经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯（John Maynard Keynes）也是这样做的。在他的《通论》（*General Theory*）中，凯恩斯描述了专业投资的过程，认为要在投资领域获得成功就像在选美比赛中脱颖而出一样。他的观点是：选出你自己认为最漂亮的姑娘是不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

够的，而且选出评判们推选的最漂亮的姑娘也远远不够。确切地说，凯恩斯写道，我们已经到达了第三个层次，即"倾注全部心智，力图预测一般人所期待的普遍意见是什么。"

正是在这第三个层次，我们才开始理解伯恩斯坦的作品的核心内容究竟是什么。的确，一个观点或信念被人们普遍接受，在他看来这一事实本身就很可能非常可疑——至少应该受到严格的质疑。这一质疑最终产生的成果就是他所写的各类文章，包括黄金在国际货币事务中的真正角色、政府赤字对于物价究竟意味着什么，以及从长期来看通货膨胀对股价的影响等。所有这些，读者都能在本书中一睹为快。

在我看来，伯恩斯坦的作品中最引人注目之处，乃是他能深入浅出，将最晦涩深奥的经济学观点表达得浅显易懂。他能够随意撷取一个复杂的概念并将其解释得通俗易懂，既使得普通读者易于理解，又令专业人士兴味盎然。不过和许多该领域的作家不同，伯恩斯坦避免对事物做出感性的反应，他从本能上倾向于提出一个理性而符合逻辑的观点。

作为作家兼经济学家，伯恩斯坦的观点在肯尼迪政府执政时期颇具影响力。在那个时代，政府的财政责任是保持经济稳定运行，"新经济"本身的信用水平也无法和现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在相提并论。政府提出的削减税收的最大绊脚石是美国国会，该立法机构对经济政策的新走向不甚明了（这一情形屡见不鲜）：具体而言，就是与人们普遍接受的观点相反，即使在繁荣时期，也可以利用削减税收来刺激工业创造新高。因此就需要伯恩斯坦和他的老友兼同事罗伯特·海尔布伦纳（Robert L. Heilbroner）积极行动起来，撰写一本书向公众以及国会解释政府的救市举措。《政府支出入门》（*A Primer on Government Spending*）就这样问世了，一经面世便大为畅销。该书经历了漫长的写作期，两位作者从每天清晨六点便开始笔耕不辍，写作完成后，仅用了几周时间就由兰登书屋（Random House）出版了。之后这本书提交给了每位参议员和众议员，为减税法案最终能够顺利通过铺平了道路。

如今，每个人都追求一种所谓的“投资业绩”——在此过程中，投资经理人竭尽全力使自己的业绩高于其他所有人，并倾向于将与客户的私人关系降至最低水平。贯穿整本书的信条非常简单——正如他曾经对一位记者所说：“我们觉得自己的客户是人而不是钱，整个游戏的宗旨乃是让他们快乐。”在这一个人观点的背后，我们感受到一种强有力的社会理论。贯穿伯恩斯坦著作始终、不断出现的主题是：经济学和投资的最终结果是人们必须通过某种方式获得衣食住行的基本原料。为了达到这一目标，他一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

直倡导提高税率、增加政府支出，以及联邦政府必须加大对经济的控制。这一观点理所当然地令伯恩斯坦成为华尔街的标新立异者。

在过去的 10 年中，我以学生、雇员、同事和朋友的身份结识了伯恩斯坦，本书的大部分撰写工作都是在那 10 年间完成的。10 年间，我对伯恩斯坦的了解与日俱增，也希望本书的读者能像我一样，将接触和了解伯恩斯坦的思想看做一个启迪思考、开阔眼界的经历。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

目录
Contents

总序　走近本质 / V

CMC Markets 集团首席运营官　道格·理查

推荐序一　我所认识的伯恩斯坦 / IX

美国证券交易委员会前主席　阿瑟·莱维特

推荐序二　华尔街的标新立异者 / XIV

《机构投资者》创始人　吉尔伯特·卡普兰

新版前言 / 1

初版前言 / 10

第 1 章　我们应该优先做什么 / 13

在历史上从来没有一个时候像今天这样，我们经济的命运取决于我们如何看待自己的社会，以及我们对社会优先次序所做出的判断。

个人财富——公共需要——要大炮还是要黄油——充满希望的数据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第2章 让市场告诉一切 / 21

有一个很重要的问题值得深思，即当前股市在何种程度会变成一种危险的投机泡沫，更确切地说，这种趋势何时彰显证券选择和投资性质的重大变化。股市本身的高度活跃并不意味着投机。

富布赖特听证会 --- 机构投机者 --- 机构交易活动是否超过了正常范围 --- 解剖熊市 --- 交易量告诉了我们什么 --- 交易活动的全新规模 --- 黄金危机与证券市场 --- 成长型公司与成长型股票

第3章 你所知道的通货膨胀都是错的 / 95

通货膨胀是被人们用得最过头的一个词语。从投资角度而言，最重要的一点是：现有的证据表明，普通股票是一项很薄弱的抵御通胀的措施。你听到的传统智慧很有可能是错的。如果预测股票市场与经济的发展真如其他人所说的那么轻而易举，我们早就都发财了。

叫嚣通货膨胀 --- 财政赤字与通货膨胀的相互关系 --- 通货膨胀与股票价格 --- 税收能够并且应该抑制通货膨胀吗 --- 治疗通胀的错误处方

第4章 真“金”不怕火炼 / 143

这种可爱的黄色金属曾经造成过痛苦、流血和伤亡，但奇怪的是，我们依然坚持把它作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为所有财富的象征，作为所有美好的和精致的事物的象征。事实上，美元的真正危险是恐慌，而不是其基本地位的动摇。

黄金依然未变 --- 斯克内克塔迪到伦敦的黄金路线 --- 贬值、赤字以及妄想 --- 共同市场：挑战还是拯救 --- 美元仍然位列第一吗

第 5 章　你能错得多离谱 / 179

预言顶多是一个冒险的活动，但是有时你会错得如此离谱，以至于结果的唯一价值是它们所带来的欢乐。当面对真实的数据时，我们不仅大错特错，而且错得一点儿边都不沾。

美国证券交易所 20 年股票交易量规划图 --- 未来发展的前景真的如此吗

第 6 章　构建无风险的投资组合策略 / 185

在任何有价证券上，你至多损失你投资的 100%，但是你可以赚的钱却是无限的。也就是说，猜中几次的获益可能超过猜错很多次的损失。你必须具有足够的持久力，必须具有决策风险的能力。

现代养老基金投资策略 --- 对股权的狂热崇拜完结了么 --- 你见过琼斯先生吗 --- 投资组合规划 --- 如何在赋税转换时不损失金钱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

结语　我的金融哲学与冥想 / 229

请记住，解决失业问题要依靠卓越的商业条件；也请记住，通货膨胀是经济繁荣而不是经济萧条的结果。

通货膨胀或通货紧缩 --- 工作是必要的吗 --- 商业可以掌握未来吗 --- 黄金是唯一可以让我们保持诚实的东西吗 --- 一个谦虚的建议 --- 一个自负的建议

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

新版前言

事实上本书起源于1934年，比实际出版时间早了整整36个年头。当时我才刚满15岁。那一年我父亲开办了一家新的投资咨询公司，名为伯恩斯坦－麦考利有限公司。麦考利就是弗雷德里克·麦考利（Frederick R. Macaulay），他是一位德高望重的学者，曾撰写过一部关于债券市场历史的著作。

我父亲最初从事的是投资顾问，而非经纪业务。投资顾问在那个年代才刚刚起步不久，只有少数几家公司从事该行业。事实上，那时大多数投资者根本没有听说过有此业务。投资顾问向客户提供建议，客户按投资规模支付管理费用，而不是经纪人佣金。这种模式在如今的理财业务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

中已成为一种行规，它消除了经纪人业务中长期存在的利益冲突，即投资人向经纪人咨询，而后者只有在客户进行交易时才能赚到佣金。进行长期投资的买入持有型投资人就很难帮他们的客户赚大钱，因而也不可能受到太多的关注。收取管理费用后，投资业务便与咨询师的报酬脱钩，也与其提出建议的性质及频率无关。事实上，在采用这一标准的大部分时间里，伯恩斯坦－麦考利公司对利益冲突问题非常敏感，甚至不向其客户介绍经纪人。

在进入股票和债券市场之前，我父亲经营着一家从他父亲那里继承来的制造企业。1929 年，父亲接受了竞争对手提出的收购方案。对方开出的价格远远高于他的预期，他无法抵制如此巨大的诱惑，因此卖掉了那家公司。据他所说，接下来他很快转型。在股市价格格外高涨的时候，他把这笔收益投向了股票市场。他继而又将自己持有的普通股作为合伙资本的出资，和几位朋友共同组建了一家新的经纪公司。这家公司的寿命很短，合作也不甚愉快。1933 年，当股价跌至我父亲当时购买价格的三分之一时，他的合作伙伴们不顾他的极力反对纷纷退缩。他们坚持要清算公司的剩余资产，包括我父亲的那部分极度贬值的股票。

父亲生性乐观，对自己观点绝不动摇，他坚信市场已经跌到谷底，大牛市就在眼前。1934 年春，他从一位富有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的叔父那里借来了15 000美元，创建了伯恩斯坦－麦考利有限公司。为了能够继续投资，父亲又引入了几位好朋友作为公司的客户，这些人还有足够的剩余资本去冒这个风险。当时的股票价格大约是1932年6月最低价位的2倍，在接下来的一年里，股价一直逡巡不前。但之后股价开始飙升。

随着客户数目的增加，父亲为公司增加了几位新同事。他们的加入为公司带来了新业务，整个过程让父亲觉得非常愉快。快乐的一个来源是撰写月度报告，表面上这些报告是为了向客户提供公司对于市场和整个经济的看法，然而我父亲还希望那些报告能够吸引到新的客户。他1902年毕业于哈佛大学，在那里，乔治·莱曼·基特里奇（George Lyman Kittredge）教授的莎士比亚课程让父亲终身受益，使得他对语言、文字和行文风格始终充满激情。伯恩斯坦－麦考利公司的报告将父亲的写作才能展现得淋漓尽致。在家里，我们把那些报告称为“刊物”，这个词可不是随便选取的。

父亲在1951年突然去世了，当时我正在纽约的一家小型商业银行工作。我参与银行的各项业务：向小公司贷款、监督海外部门以及管理证券投资组合等。我很喜欢这份工作，同事们都非常友善，在他们的帮助下我的工作技能日渐成熟，而且工作报酬相当丰厚。种种迹象表明，我将在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

那里从事自己一生的事业。

但是当父亲去世、伯恩斯坦－麦考利的未来陷入危难之际，家人给我施加了很大压力，要我离开银行加入父亲创建的公司。他们坚信，如果我不加入，公司就会解散，我母亲的财务保障也会面临危险。我仍然犹豫不决，因为我不愿意成为富人的社会工作者。但紧接着父亲的第一位客户、也是他最好的朋友给我打来电话，说如果我不加入公司，他就一定会撤消自己在公司的账户。出于无奈，我最终还是接手了公司。其实他是个好人，后来成了我的继父，还帮我介绍了一位优秀的女士。1972 年，在我第一任妻子去世后不久，我和她结婚了。

能够撰写伯恩斯坦－麦考利月度报告——就是那些刊物——是我加入公司的重要原因。和父亲一样，我也喜欢把自己的想法用流畅漂亮的英文表达出来。写作曾是我高中和大学时期最大的爱好，而且一直是我的生活中（也是我的工作中）一项不可缺少的部分。在加入伯恩斯坦－麦考利的第一个月我便接下了撰写刊物的任务，不过年长的同事林哈特·斯特恩斯（Linhart Stearns）也会偶尔替我写几期。本书就收录了一篇林尼写的文章——《一个谦虚的建议》。这可是我们公司写得最好最有趣的一份报告。

在那些日子里，我们给报告起了更正式的称呼，即“公告”。读者会在本书中注意到这一点，不过在我的心目

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

中它们始终是“刊物”。1972 年我最终离开伯恩斯坦－麦考利公司，建立了一家自己的咨询公司，不过我仍然对公司发行的报告使用这一称谓，并一直沿用至今。

本书众多的资料素材都取自于那些刊物，当然也包括一些刊登在其他刊物上的文章。其中最重要的一篇就是《成长型公司与成长型股票》，这篇文章发表在 1956 年 9 月的《哈佛商业评论》上。尽管我之前也在学术刊物上发表过两篇文章，不过这篇文章才真正让我受到华尔街的瞩目，我在投资领域的声望和写作权威也由此奠定。那以后我便一发而不可收拾。

在 20 世纪 50 年代，买入股票就是为了当前收益；对未来收益进行投资还是一种新的投资策略（成长型股票投资 60 年代才在股票市场中占据主导地位，自此以后一直在股市上扮演重要角色）。这种类型的投资支付的价格高于一般的基于当前收益的投资，而获得的股息收益则较低。我的文章在当年可谓标新立异，它解释了为什么这种背道而驰的股票定价及股息估值方式适用于股权投资，甚至在某些情况下，它比专注当前收益的投资更有价值，能提供更优厚的股息回报。

本书的内容广泛，有对当前资本市场和经济情况的评论，也有对各种历史哲学、通货膨胀的前景、黄金的作用等问题展开的探讨。撰写这些刊物的乐趣就在于，它们让

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

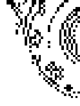
人有机会从投资的细节问题中脱身，更深入地探究我们身边的这个世界。那些文章都反映了我的个人观点（这些观点我当时就深信不疑，至今依然如此，尽管如今我的观念不像以往那样绝对了）。在我看来，其中最好的两篇要数《我们应该优先做什么》和结语中《工作是必要的吗》。

回首35年的过往，本书中的某些时事评论和预测看来似乎有些愚蠢，这是我预料之中的事。我们永远不会预知未来，当然对30多年以后的世界也是一无所知。不过有一些刊物的内容在短时间内（比如五年）就与现实不符，这就有些问题了。

那些错误中都有一个共同的问题：我总是低估了和平时期的通胀威胁。当时的我总认为美国经济拥有极大的生产力、独创性无与伦比的资源、竞争力强的市场环境、充足的财力保障，以及敢于冒险的精神，这一切完全能够应付各种困境。而且在很长一段时间里，和平时期的物价或稳定或下跌一再证明了在资本主义制度下，供给超过需求自然会遏制通货膨胀的发展。

不过在本书出版以后，这一漫长纪录才终于被打破了。20世纪70年代初，理查德·尼克松（Richard Nixon）为了给越南战争拨款而大大增加了政府支出，并说服联邦储备委员会放松对货币供应量增长的管制——这一过程几乎将美国变成了一个香蕉共和国，最后还是靠保罗·沃尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



克（Paul Volcker）在 1979 年 8 月担任美联储主席后才结束了这场灾难。

最后，说一下全书的另一个重要观点（也是我至今最为信奉的观点），那就是：股权投资的目标是保证资金的安全。在如今职业投资人的行话中，这个目标还有一种更直接的说法，即风险管理是成功的秘诀。我们无法控制自己能赚多少；我们只能预估、计算，然后希望一切能得偿夙愿。而风险则是我们能控制的一个关键变量。

一夜暴富只是一种希望，绝不是投资的战略；想要战胜市场也是如此。孤注一掷的冒险是一种战略，但我绝对不会选择这样的战略。从长期来看，股票投资必然是一种正和游戏，不然资本主义经济就完蛋了。就算资本主义会走向尽头，保障资金安全依然是重中之重。如果资本主义经济依旧大行其道，经济体系也经受住了考验，自然就证明了资金安全的重要性，而我们也从中获益。

在将近 40 年后再回头看本书中收录的材料，我会觉得自己比过去更加明智吗？有没有哪些段落是我希望自己不曾写过的？如果让我重新来过，我会持不同的观点吗？

让我先来回答后面这两个问题。我承认本书中有一处是我希望能够抹除的。全书中，“当然”一词出现的次数太多，我不喜欢这种表达方式。“当然是这样、当然是那样”的语调传达了一种自命不凡的口气，仿佛读者就应该

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

知道这样那样的知识，而且他们是如此愚蠢，竟需要一位比他们更聪明、更有见识的作者一直提醒他们。每次我自己在阅读时看到这个词总是难免恼怒，因此我对自己在本书中如此肆意地使用这个词语感到羞愧。

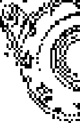
更有趣也更难回答的问题是“我是否觉得如今的自己更加明智了”，以及“如果有机会重写这本书，我是否会表达不同的观点”。我觉得所有的投资者都会发现自己随着时间的推移变得越来越明智，因为经验本身就是一位老师——更何况在投资领域，没有比经验更好的老师。遗憾的是，经验有时也会让人走入歧途，因此我们必须慎重运用经验，我马上就会讲到这一点。

无论如何，在我成为一位投资顾问的初期，除了经验之外，便再无其他可用的资源了。我从书本中读到的东西都非常肤浅，当然，本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）的书除外。[①] 此外，当时也没有什么投资理论指导我们。我们的投资运作并不专业，主要是按照普通百姓的观念、拇指法则以及同事们的经验见机行事（后者未曾让我

---

① 我还想介绍杰拉尔德·勒伯（Gerald Loeb）的《投资生存战》（*The Battle for Investment* Survival），因为勒伯在书中指出高风险的股权投资组合只占总资产中很少一部分剩余部分是现金及其等价物，由此暗示将风险控制提升至投资决策的核心地位。我至今还能记起第一次阅读此书时被它深深地吸引的场景。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



受益，因为我的那些年长的同事们都是大萧条时期的老将，根本不认可战后牛市的活力和持久性）。

但是理论知识还是很重要的。我在1970年后学习了许多投资理论，那些知识对我分析本书中的某些问题颇有助益。事实上，我还写了两部关于投资理论的书，分别出版于1992年和2007年。为此我收集整理了大量理论资料，尽管有些内容我已经记不得了。运用理论知识分析问题时，思绪严谨有序，比经验更为理性。因为受到了一些理论知识的熏陶，我思考问题的方式的确有所不同了。

然而，8位诺贝尔奖获得者及其同事在1952年到1972年期间所进行的理论研究，在20世纪60年代末还没有开始得到投资者的关注。我甚至都不知道有这件事。如果像我这样的投资者看到了那些理论研究，本书中的内容可能就更加丰富了——不过我怀疑如果那些理论研究引发了我们的兴趣，那么我这些文章的主题乃至整本书的内容都会完全不同了。不过最终我的文章中也包括了某些其他类型的主题，回答了一些其他类型的问题。所以，这样的假设是毫无意义的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

初版前言

华尔街的人们总是不厌其烦地告诉彼此一些错误的观点。这些观点人们早已熟知，却又向他人不断重复。但是如果所有这些金科玉律都是正确的，岂不是所有的人都变得富有了吗？

有些人的确成为了富人，大多数人却并非如此走运。要在金钱游戏中获胜并非像投资广告、市场报告以及电话咨询中说得那么简单。

当然，传统的投资方法广为流传，人们也深信不疑。做投资决策时，人们总是为是否要冒险而不知所措，之前听说过的那些耳熟能详的方法（即使它是错的）都会给人带来迫切需要的安全感。不熟悉的观点本应引以为戒，为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



什么还要轻信他人铤而走险呢？这样只会把问题变得更糟。

然而事实是残酷的，成功的投资总是青睐那些逆流而行的人；因为大多数人的观点早已反映在证券价格水平上了。因此，本书的文章颠覆了传统观点，重新阐述了人们习以为常的概念，其中包括经济、股市、投资组合管理技巧等等。

事实上，人类总是对眼前的真相视而不见，对一些异论却信以为真，为此我相当吃惊。他们认为通货膨胀时期应该把钱从储蓄银行里取出来购买股票，而实际上股票价格在通货膨胀时期往往会下跌，只有在物价稳定时才会上涨；他们认为黄金的价值稳定，而事实上在过去的二三十年间，黄金大概要算是人们最糟糕的投资了；他们认为商业和商人是我们这个社会的基础，而这些基础竟处处显示出崩溃的迹象，至少应该让年轻人和激进分子透彻地审视一番。

让我感到可笑甚至有点恼怒的是，总有潜在客户不断提出同一个问题：他们可以“合理预期”得到多少未来投资回报率，就好像股市是一台取款机，他们想要多少就能拿多少。这些人总是拒绝相信未来对我们所有人来说都是未知的。不过，成功的投资技巧始于对未知的敬重。

因此，贯穿本书所有文章的主线就是这样一个观点：未来并不是别人告诉你的；你应该用自己的方法找到它。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

当然，任何时候都与人们对着干是愚蠢的行为，这样的逆向思维毫无章法，更谈不上是创新的举动了。如果投资者盲目听从大众的预测，通常也会一败涂地。实际上，我撰写这些文章的目的就是为了向读者展示一种充耳不闻的思考过程，尽管它十分困难，却是获取利益的唯一可靠途径。

因此，我要特别提请读者注意 1955 年到 1970 年发表的各类文章的出版日期。这些文章大多阐明了在其付梓出版之时备受争议的少数派观点，回头看来，我发现我当时的观点越是无人问津，那些预测就越是准确无误。

此处选用的大多数文章是我为我的投资咨询公司——伯恩斯坦－麦考利有限公司——的客户和朋友们撰写的月度公告；因为篇幅有限，我在这些文章中发表自己的观点时不得不尽量简明扼要、中肯切题。与这些文章相对应的，是我在 15 年左右的时间里准备的论文和演讲材料。我在每一大类文章前面都加了一段序言，描述了其所表达的主要观点，有时也试图帮助读者理解当时的历史背景；我还为一些文章写了后记——“后来情况如何”，以便读者感受我预测的准确性。事实上有一个篇章专门反映人们各种错误连篇的预测。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第1章

on Wall Street ECONOMIST

我们应该优先做什么

昨天，一个14岁的少年由于过量服药而死亡，仅仅几个小时前，他所在的学校董事会称其没有资金雇佣保安来管制毒品问题……林赛市长说："这个悲剧令人十分遗憾，我会责成警察局长出具一份关于该事故的完整报告。"

——《纽约时报》，1970年2月17日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在这里，优先次序是出具报告，而不是筹集救命的资金；优先次序是我们发展市中心的写字楼，而不去理会住宅区没落；优先次序是当我们发牢骚说电费又涨价了时，先抱怨当地的公用事业造成了空气污染；优先次序是我们宁愿用钱买炸弹去轰炸越南的房屋，却不愿为国内的民宅建筑融资；优先次序是我们削减教育拨款，却又请求额外拨款来购买反弹道导弹（ABM）；优先次序是我们可以在月球上漫步，却害怕沿着街道走路回家；优先次序是州长不会在选举年要求提高税收，却也没有钱提供廉价而高效的公共交通服务；优先次序是我们愿意花钱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

购买电视机，坐在家里观看发人深省的社会类节目，却根本不愿意花钱来采取任何措施。

“优先次序”一度是一个很酷的词儿。如今（以及将来的很长一段日子）它将成为我们词汇表中最热门的一个词。

在历史上相当长的一段时间内，包括二战结束后的年代，美国经济的运作一直充斥着闲置生产力和失业的工人，因而各个地区不断增长的需求总能轻易地得到满足。既要大炮又要黄油曾经是我们的政治口号。在很长一段时间里，我们甚至能够既拥有黄油和大炮，还能够修建道路和学校。

但如今，展望接下来的十年，我们会发现自己的语气会发生变化。所有的“既要……又要……”如今都变成了“是要……还是要……”。尽管我们可能还非常富裕，不过我们既要加强城市和教育体系的建设，也要完善紧迫的住房供给与国防设施，还要解决20岁~30岁年轻人的急速增长的就业问题，而且我们渴望得到更多的休闲时间。所有这一切加在一起已经是个天文数字，再惊人的生产力经济也不可能满足这些需求。

这就意味着我们必须做出一些重要的选择。然而，事实远非大多数人已经意识到的那样，在很大程度上，我们早已受困于某些极为重要的选择之中了。这就使得选择优先次序变得更为重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

让我们从头说起吧：我们的目标以及所要面对的最大障碍就是巨额的资本应用。换句话说，大量人力和资源的投入要在很长时间以后才能看到成效。城市改造、住房、教育、公共交通的建设、污染治理、新建医院以及医生培训，这些不过是我们亟须完成的一小部分，但它们全都需要投入大量资源，而且投入的成效并不立竿见影。

此外，所有这一切都需要融资。很少有人能够不按揭贷款便直接用现金买房，联邦和州政府如果要增加其支出，就必须要提高税收，或者借更多的钱。同时，由于近年来公司清偿能力大大降低，即使是正常的业务拓展如今也需要大量的外部融资。简言之，我们社会的紧迫需求全都意味着对资本市场施加了极大的压力。当我们融资过量时，再有效的资本市场也无法承担这样的经济压力。

由于企业外部融资要求可能一直会很高；未满足的抵押需求已十分巨大并与日俱增；州政府和地方政府对资金的需求很明显；国防建设似乎永远需要更多的投资；国内重要的联邦议案不断要求政府的重视——我们很可能既没有实际资源也没有财政资源去实现这些我们想要完成的计划。

现在似乎有办法了。尽管企业的现金流量不足以为其内部扩张融资，尽管州政府和地方政府为支付其各项开支已是捉襟见肘，如果联邦政府的运作能有盈余，我们就能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



够解决许多问题。这将会带来双重利益：联邦政府不会再从资本市场中索取资金，而且还会用预算盈余来偿还债务，这样就能将钱返还给个人和机构投资者，使后者有钱购买企业和地方政府出售的证券。这样说显然把问题简化了，因为在一定程度上这还取决于由谁来支付税赋，但是大致的概念应该是正确的。

如果联邦政府的运作能有盈余，使之既能够缓解资本市场的压力，还能为资本市场提供资金，那就意味着收入必须超过支出。我们会选择哪一种方式来达到目的？是增加收入还是节减开支？不同的选择决定了联邦政府改善美国人民生活质量的实现程度。

问题是我们已经做出选择了。当初我们急于取消约翰逊政府多收的税款并在 1969 年通过了税务改革法案都意味着在接下来的很多年里，联邦政府的收入将会比我们采取另一种选择获取的收益少数十亿美元。而这也同样意味着联邦政府的支出也要减少数十亿美元。我们只剩下一个选择，那就是继续削弱资本市场，继续挤压房价——或者恢复某类信贷控制及配给制度。

甚至很可能州政府和地方政府会以征税的方式把国会去年通过投票下调的税赋重新提高，这样就能给一些本应由联邦政府执行的项目提供资金了。有人很欢迎这样的责任移交，这种做法也的确有一定的诱人之处。不过，它有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

两个严重的不利后果。首先，支付较高的州税和地方税的公民可能无法得到联邦税下调的利益。其次，各州增加税收的执行能力大不相同：较富裕的州可以很快改善本州的状况，而较贫穷的州则要差很多。当一些项目通过联邦政府融资时，我们可以以一种更加公平的方式行事。

而现在我们必须勇敢地面对国会替我们做出的决定：我们个人财富的优先次序要比公共需要更为重要。联邦政府将不得不谨慎地花费手中的每一分钱；问题不是要大炮还是要黄油，而是要大炮还是要学校（而通过“学校”，我们可以看到所有最迫切的国内议案）。

我们能够承担的国防建设费用到底是多少？如今这个问题对我们的社会福利和经济水平更为重要。注意，问题并不是我们想要拥有多少国防建设费用。我们已经建立了自己的优先次序，这种排序的结果是，我们无法拥有联邦政府本应给予我们的一切。无论多难，我们都必须在现在这个时刻明确地做出选择。

与苏联开展的裁军谈判、对东南亚的政策、关于反弹道导弹的争议、对新式武器系统的热衷，所有这些的重要性不仅仅只体现在美国在世界上的地位方面，还体现在判断其他大国的动向方面；如果我们制定的决策连国内需求都无法满足，就根本不可能在对外政策领域出谋划策了。

那就是为什么自第一次世界大战后的幻灭期结束以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

来，军方首次在国会大厅和公众面前退居守势。从美国人口迅速变化的年龄结构来看，他们在未来的很长时间内将一直受到责问。现在我们面临一个至关重要的问题：在历史上从来没有一个时候像今天这样，我们经济的命运取决于我们如何看待自己的社会，以及我们对社会优先次序所做出的判断。

让我们看看下面这些充满希望的数据吧：

从 1948 年到 1969 年，标准普尔 500 股票指数（Standard & Poor's 500 – stock index）的平均增幅在国防支出持平或下降的年份中，比国防支出上升的年份多 3 倍以上。即使 1960 年和 1961 年不符合这一规律，两者在国防支出持平或下降的年份中的比率都不止 5∶1。

好了，不管怎么说，未来还是充满希望的！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第2章

on Wall Street
ECONOMIST

让市场告诉一切

在长期预期的基础上进行投资，如今已经变得非常困难，不太可行了。尝试这种投资的人所花费的时间和精力以及承担的风险，要比那些对大众行为进行预测的一般投资者大得多；而且如果他的智商一般，则可能会犯下更为灾难性的错误。更何况人生苦短，急功近利乃是人类的本性，他们对于迅速致富近乎痴迷，很久以后才能到手的利润在普通人看来自然大打折扣。

——约翰·梅纳德·凯恩斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对股市的大多数时事评论很快便随着时间的流逝而落入了故纸堆，以往数十年间我自己撰写的许多材料也没有机会收录在一本书中。不过，这些内容却与今天正在发生以及未来可能发生的事情息息相关。因为这些内容关注了大多数人当时忽略的因素，呈现出一套系统预测的方法。

在这里您将首先看到，关于富布赖特（Senator Fulbright）参议员在1955年初的股市听证会。尽管当时标准普尔工业平均指数是38点（它在1年内突破了50点，并在接下来的7年内增加了1倍），而且当时的每日平均成交量不过只有2 500万美元，许多人仍然对过度投机和定价过高的证券不无担忧。1929年的梦魇直至1955年仍然留在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



我们的记忆中；人们过于担心过去的大灾难，几乎没有人真正意识到大牛市即将到来。这些内容值得一读，我们可以从中得知，人们可能在当前环境中过于沉溺于过去所经受的重大创伤，以至于很少能够（如果能够的话）期待未来。

然而我们中间始终有人坚信自己能够预测未来。我们将展示当前的判断力如何帮助我们提高预测未来的能力。举例来说，关于“机构投机者”的两篇文章就让人们关注了证券市场的新兴趋势，这一趋势后来也成了证券市场的主流方向。“解剖熊市”教给人们判断熊市可能在何时触底的技巧，这些内容在当时出现得正是时候，一切都被它言中了。我很幸运，在 1968 年春天的那篇题为“黄金危机与证券市场”的文章中，再次成功发挥了自己的预测天赋，在我撰写那篇文章后仅仅几日，约翰逊总统就于 3 月 31 日发表了著名的电视讲话——而那篇文章似乎预测了总统先生的全部讲话，证券市场很快就像上了膛的子弹一样急速上涨了。自从在 1959 年被纽约证券交易所雇用预测长期交易量趋势以来，我总是对此万分着迷：交易活动的模式能够为股市预测提供无数可能性。

如今再让我举例说明“成长型股票”，我多半不会再谈论文中提到的那些公司了。不过我当时没有选择石油和钢铁类股票作为成长型股票的思路现在看来是正确的——

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这一立场在当时是相当另类的。尽管如此，这个概念如今似乎仍然有效；一个成长型公司就应该像熊彼特（Schumpeters）在《企业论》（*Theory of Business Enterprise*）中提到的企业家一样，是一个内在导向的有机体，通过创造自身的市场来决定自己的命运。文中还探索了一种新型的成长型公司的定价公式，后来被其他人改良后投入使用，他们的方法更加复杂，但基本概念与我的别无二致。

富布赖特听证会：因祸得福?

“有一点是显而易见的，”在富布赖特听证会即将结束的那一天，纽约证券交易所主席芬斯顿（Funston）先生说，“我们需要教育公众，使其避免情绪化和无知的行为，这个问题比我们原先想象的要迫切得多。”

如果说我们能够从富布赖特听证会中汲取什么教训的话，芬斯顿先生的话无疑击中了要害。不是说听证会本身混乱不堪（尽管富布赖特参议员只听意见而不注重事实的做法不太有效），而是因为公众、股市、报纸和政府对此的反应过于情绪化。

但是抛开人们的感情主义，听证会提出了许多重要观点，而聪明的投资者会充分运用这些客观分析。

如果人们多想想标题背后的东西，深入研究一下那些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



专家真正要表达的意思，事实上他们能够从中发现很多实质性的内容。其一就是，从听证会中观察到以下 4 点：

1. 股市发展迅猛，价位已经上涨得很高了。这引起了不少观察家们的关注，不过和约翰·肯尼思·加尔布雷思（John Kenneth Galbraith）教授相比，后者的言论显然更会“引发争议”。格雷厄姆教授、伍德将军、以及埃伯施塔特（Eberstadt）、麦克洛伊（Mccloy）、埃克尔斯（Eccles）、利文斯顿（Livingston）和马丁（Martin）等诸位先生都对股市当前的价格水平表示怀疑。（所有应邀到听证会就当前股价是高还是低发表意见的人都会对美林公司（Merrill Lynch）的温斯罗普·史密斯（Winthrop Smith）心存感激，他说了一句非常合人心意的话，“我不知道！”）
2. 除非股市能够在 3 月份的高位上进一步大幅上升，否则增加保证金要求将不大可能实现。
3. 尽管资本利得税有很多问题，但是修订有关资本利得的法律同样无法解决这些问题。最终我们很可能对此无能为力。
4. 1929 年之前并没有出现过不正当行为和操纵（这倒是令人安心的好现象），所以没有必要在这方面制定新的重要法案。除了少数涉及少量金钱的情况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

之外，交易活动（包括“给小费”在内）的自律和监管一直都井然有序。

有趣的是，到底有多少人费心想想，加尔布雷思教授究竟要说什么。当然，如果你根据凯普哈特参议员（Senator Capehart）如此激烈的反应来理解教授的意思，你会觉得他是在宣布世界末日即将来临。

事实上，加尔布雷思教授一直在写一本书，内容就是关于1929年所发生的重要事件；今年夏天发表在《哈珀》（*Harper's*）杂志上的一篇文章就是以之为基础的（不知为何竟没有让道琼斯工业平均指数下降20点），教授本人在富布赖特听证会上的言论也是如此。他几乎将自己的所有言论变成了一部非常有趣的学术论文，以此来诉说投资史与投机性质，并通过1929年发生的事情加以论证。他并没有预测说股市将会跌到谷底，也没有预测说我们又将面临一场大萧条。其实，教授先生就是想用长篇大论指出，当前的情况要比1929年好得多、前景也更为光明。最后，他并不推崇立即实行100%的保证金要求；而是指出“如果接下来的几周或几个月还能出现去年的涨势”，那么最好采取这一措施。

加尔布雷思教授言论的主要目的是通过分析过度投机的性质，为人们提供一种观察视角，并描述了过度投机可能造成的灾难性后果；他敦促委员会要防患于未然。的确，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



以下引用的这段言论又让我们回忆起去年11月和12月期间那些让人失望的主流观点：

股价上升是一个非常重要的现象。因为股价在上升，可以赚钱，越来越多的人受到鼓舞，希望在资本利得中分得一杯羹。这样，他们就使得股价继续上升了。股价上升的原始驱动最终成了乐观主义者最无关紧要的借口。人们利用这些借口——新时代的无限希望、佛罗里达州的阳光比全世界任何地方都要诱人、我们的政府或明智保守或中庸——不过只是在为他们正在赚取或希望赚取的资本利得辩解。过于镇定显然成了繁荣时期的通病……结果并没有想象那般美好，而且这些行为都遭到了强烈抵制。

加尔布雷思教授预言的“强烈抵制”发生在3月8日，接下来的一段日子，共和党全国委员会主席、商务部长、财政部长以及总统本人纷纷抗议，反应之强烈就好像受到了人身侮辱一般。其中最重要也是最聪明的要数财政部长乔治·汉弗莱（George M. Humphrey）的讲话，尽管他说“几年前我就不预测股市了”，我们仍然应该注意以下这段言论：

由于对政府的批评以及要求采取限制性措施的呼声一直出现在委员会和公众媒体面前，关于政府到底采不采取限制性措施的讨论越来越热烈，（听证会）对人们关于未来的信心和不确定性提出了质疑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

几天以后，美国钢铁公司（U. S. Steel）的费尔利斯（Fairless）先生也表达了同样的观点，他指出，

我没有看到任何（崩溃）的危险，我也不做任何预测（原文如此）。我的老母亲过去常常对我说，如果不想卷入麻烦，最好的办法就是闭口不谈。我觉得现在正是这种情况。

我无意冒犯这位能干的财务部长和年长的费尔利斯夫人（她老人家在想的事情也许和股市大相径庭），不过各界人士不希望公众探讨经济和股市状况的想法却令人惊骇不已。我们的社会真的已经如此底气不足了吗？为什么严禁我们讨论道琼斯工业指数突破 450 的种种可能？难道我们都要变成老实人，都认为自己身处世界上最完美的国家？而怀疑主义者——无论其怀疑是对是错，都必将被扼杀？有思想的美国公民——无论他是强还是弱，会畏惧这样一种哲学？

因为有一些问题我们一直都不理解，政府自然就认为他们应该信任纽约百老汇街和华尔街，而不去听取中产阶级的意见。他们不去关注消费者支出水平的持续上升以及企业稳定的厂房、设备支出，也从不去这些地方获取线索，倒是对股市的波动异常敏感。

然而在这个时候他们意识到（正如胡佛总统在 1929 年以前所做的那样，只不过他当时的表态不够强硬），自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



己面临的股市最大危险就是脱离经济实际的泡沫，因为真正的大崩溃就发生在那样的股市中，而大崩溃也会摧毁人们的信心。每个投资者都应该和政府一起承受挫折，无论挫折有多么痛苦，都要坚持下去。因为如果投机者承受不了就会被挤出市场，而且提醒我们股市从来就不是一条单行线。只有这样，我们才能确信，1929 年的疯狂将不会重演。

万里长征的一小步

我们都知道，有些人买来一只股票，在几周甚至几天内见它没有赢利便开始坐立不安。还有些人坚信股市的长期涨势不会改变，对他们来说投资无非就是买入好的股票，然后无限期地持有，根本不去关注可能发生的任何突发问题。的确，有些投资者深信这种涨势不可动摇。他们总是来问我们同样的问题：在未来 1 年、5 年或 10 年中可以获取多少“合理预期”的利润？

然而情况并非永远如此，在图 2—1 上我们可以看到这一点，它显示了从 1871 年到 1965 年工业普通股股价的走势。涨势的确存在，整体趋势图清楚地显示着这一点。但是同样清楚的还有两个事实：

1. 1949 年之前 78 年的涨幅要比 1949 年之后 16 年缓

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

慢许多。在第二次世界大战以前的 11 次跌势中（1929 年除外），股价重新升至原有高度平均需要 56 个月的时间；而自 1949 年后，股价最快在 15 个月之内就能升至上一次的水平了。

2. 战后的牛市显然是我们历史上最辉煌的时刻。自 1949 年以来，股价的平均年上涨率为 12.6%，相当于 1871 年到 1949 年上涨率的 4 倍多。

因此，如果 1949 年以后的股市仍以战前模式为主，那么如今的股价大约还在 1929 年的高度上徘徊，我们现在恐怕还没有从 1962 年的股市大跌中完全恢复呢。

在过去的许多时候，投资者一定会发现股市不会一直上涨，因而像凯恩斯这样的大师都不免会嘟囔一句："我们终究都会死。" 1949 年至今也不过 16 年，但是 1847 年—1897 年、1915 年—1933 年以及 1925 年—1942 年这几段时期都要比 16 年长，每段时期结束时，股价均回到了开始的起点上。在 1929 年买入股票的投资者不得不等待 20 多年才能看到希望；直到 1965 年，他得到的年增长率也不过 4.5%，实在不怎么振奋人心。而从 1871 年—1897 年这 26 年里，股市持续波动，但根本看不出什么明显的涨势。

沿着 1884 年、1908 年、1919 年和 1942 年这四个年份的最低点画一条线，显然勾勒出了股市长期上涨趋

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

图2—1 1871年—1965年的工业普通股股价

（1908年以前为考利斯委员会指数；之后为标准普尔指数）1941年—1943年指数为10

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

势。如果将那条线延长，到 1965 年，数值会达到 16（即使沿着 1908 年、1914 年、1918 年和 1949 年这四点画一条更陡的线，将其延长到 1965 年的数值也不过才达到 25）。这表明，就算股价从当前的最高点下降 75% ~80%，其基本涨势仍然未受影响！

值得安慰的是自战前时期以来，公司盈利幅度和质量都大大改善了。而且由于股市的长期高速发展，普通股持有方式也发生了根本转变。即使你对历史有所了解，也预测到了这一大牛市，你也无法忽视自己看到的情况。

后来情况如何

标准普尔股票平均指数在之后的三年半时间从来没有比 1966 年 3 月的水平高出 10% 以上；1969 年夏季，它下跌到 1966 年 3 月的水平以下，之后继续走跌。因此，这是股票价格保持水平移动的又一个漫长时期。

机构投机者

在长期预期的基础上进行投资，如今已经变得非常困难、不太可行了。尝试这种投资的人所花费的时间和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



精力以及承担的风险，要比那些对大众行为进行预测的一般投资者大得多；而且如果他的智商一般，则可能会犯下更为灾难性的错误。更何况人生苦短；急功近利乃是人类的本性，他们对于迅速致富近乎痴迷，很久以后才能到手的利润在普通人看来自然大打折扣。

这是对股市当前情况无比准确的描述，然而自凯恩斯说过这些话以来，已经过去了30多年。让我们看看这些话如今对我们意味着什么。

有一个很重要的问题值得深思，即当前股市趋势在何种程度下会变成一种危险的投机泡沫，更确切地说，这种趋势何时彰显证券选择和投资性质的重大变化。股市内部及其本身的高度活跃并不意味着投机。

表2—1是根据1966年3月份的数据建立的，显示出典型的热门股要比大蓝筹股的交易活跃得多：

表2—1　　1966年3月各股票交易表现

	流通股（百万股）	市场价值（十亿美元）	3月交易量（百万）	
			股票	美元
美国电话公司	529	30.2	2.2	128
通用汽车公司	286	26.6	1.3	125
新泽西标准石油公司	215	16.6	0.6	46
通用电气公司	91	10.0	0.5	52
杜邦公司	46	9.4	0.1	30
西尔斯罗巴克公司	153	8.8	0.5	28

（接后表）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续前表）

	流通股（百万股）	市场价值（十亿美元）	3月交易量（百万）	
			股票	美元
联合碳化物公司	60	3.9	0.5	32
美国电力公司	45	1.7	0.3	10
总计	1 425	107.2	6.0	451
施乐公司	21	5.5	0.4	115
宝丽莱公司	16	2.4	1.3	190
波音公司	8	1.4	1.0	166
德州仪器公司	5	1.2	0.3	76
泛美航空公司	15	1.1	1.8	134
玛格奈沃克斯公司	7	1.0	1.3	156
美国东方航空公司	4	0.5	1.2	145
仙童摄影器材公司	3	0.5	1.4	258
总计	79	13.6	8.7	1 240

两类股票的对比相当鲜明：

- 蓝筹股的总市场价值是热门股总市场价值的8倍左右，但热门股的美元交易额却几乎比蓝筹股高3倍。
- 在3月份，只有大约1/250的蓝筹股被转手，而小公司的股票换手率高达1/9。处于两个极端的分别是仙童摄影器材公司和通用汽车公司，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

前者发行的股票在此期间有一半被交易，而后者的换手率只有1/420。每一次牛市上的热门股总是那些交易异常活跃的股票，但像仙童摄影器材和玛格奈沃克斯这类换手率过高的公司，我们要特别留心。

■ 上表中各公司规模不一，但大公司市值之大依然让人瞠目结舌。例如，美国电话公司的总市场价值比美国股票交易所所有上市股票的总市场价值还要高。事实上，仅美国电话公司和通用汽车公司在过去12个月缩水的市场价值，就比我们在上表中取样的8只热门股的总市场价值还要多。

为什么小公司股票会如此活跃，其隐含的深意是什么，这些的确令人颇感费解。其中的关键因素在于小公司股票与大蓝筹股之间的一整套差异。

众所周知，蓝筹股的股价一直在持续大跌：在我们取样的八家大公司中，至少11个月内没有一家创历史新高，平均来看，所有这类公司的情况都要比其曾经的高水平低20%。

同时，正常流入蓝筹股的资金中，哪怕只有很小的金额转入如今热门的小公司，也会产生极大的影响。我们取样的8只蓝筹股市场价值的5%就超过了上表所有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

热门股总市场价值的1/3。的确如此，共同基金只需花费其总资产的5%就足以买入8只热门股总市场价值的10%，而且还有盈余；并且其市值高于两家最大的公司以外的其他任何公司的单个市场价值。我们怀疑，如果资金从我们取样中的蓝筹股（其在1965年的收益平均比1964年高11%）中流出，投入到热门股（其1965年的收益要比1964年高50%）中，小公司的股价和交易量无疑都会产生巨变。

当然，这些趋势对于所有投资者来说都有着重大意义，其中受到影响最大的是看重业绩表现的共同基金。我们取样的8只蓝筹股的机构持有量是8只热门股机构持有量的好几倍。因此，蓝筹股只要稍显弱势，就会威胁到共同基金的业绩，除非它们能够从投资组合的其他投资中获得强大的支持。

这就是小公司股票交易之所以如此活跃的动力。蓝筹股股价较为平缓，但显然持续不断的下跌趋势已经连累机构投资组合的价值也一起下降——结果就是，机构投资经理人已经默许自己在投资组合的其他投资项目中寻求“即时业绩”，从而达到受益人和股东均认可的业绩水平。这一态度产生了另一个意义深远的后果，那就是对其他公司，例如公用事业公司和食品公司（这些公司的增长率稳步上升，但仍没有大公司那样耸人听

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

闻）的完全漠视：在投资组合中持有量最大的股票下跌时，长期持有股票意味着要用超越常人的耐心熬过这段日子。

当然，所有的投资者都必须用一部分资金寻找新的充满活力的投资领域，以替代那些业绩不佳的股票。但追求“即时业绩”的狂热性过于强调股票的眼前利益。和其他风潮一样，作为一种投资政策，失去效率的“即时业绩”最终也会为人所厌倦。此外，机构困难地买入这些公司发行的巨额股票，这就意味着他们可能真的是倾其所有了（在这种情况下他们可能又会回去购买蓝筹股）；如果当前趋势依旧持续，就意味着他们将愿意买人效益越来越差、流通越来越低的公司股票。

因此，机构投资短期业绩好的股票就等于自己往火坑里跳。为了避免这样的风险，机构开始以投机代替投资。这样一来，他们可能会引领所有投资者迈人危险的门槛。

机构交易活动是否超过了正常范围

最近一段日子以来，政府监管机构、金融运营机构和学术论者就机构交易对于股市的影响展开了广泛讨论

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

和激烈争辩。因此我们认为应该就此问题提供一个稍微冷静一些的观点。尽管一般机构，尤其是共同基金对股市有一定的影响，这一点毫无疑问，然而我们需要知道的是，这一影响是否与个人投资者对于股市的影响区别明显，以及该影响究竟是有害的还是有益的。

要讨论这个问题，我们最好还是先对投资规模的大小次序有所了解。具体而言，人们普遍有这样的印象：认为共同基金、养老基金和保险公司买入股票相当迅速，觉得它们很快会将美国工业控制于股掌之中。这显然毫无道理。机构股票持有量占纽约证券交易所所有上市公司的比例在 1961 年为 19%，到 1966 年增加至 21%，实在算不上什么重大改变。的确，除了开放式共同基金和企业养老基金（其持股量的总和从 9.2% 上升至 11.4%）外，各机构股票持有量基本和个人股票持有量持平。

我们还发现，对于过高换手率的批评也有些夸大其词了，一般认为这是机构交易活动的特点。以上所指的机构持有的股票数量占纽约证券交易所所有上市公司的 21%，其股票交易额也不足该交易所总交易额的 25%；换句话说，机构的投资组合平均换手率只比当前个人换手率稍高一点。即便这一平均水平也是有水分的，因为尽管共同基金投资组合的换手率从每年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20% 的长期平均水平增长到如今近 40% 的水平，养老金计划、保险公司、各类基金和大学的投资组合换手率远没有如此频繁（尽管这些机构也难免追赶高换手率的热潮）。

当然，当前也有很多评论指责共同基金更改投资过于频繁。人们通常指责共同基金经纪人为获取提成而频繁进行投资组合交易，或者批评他们过于疯狂地追求即时业绩。虽然这些说法有一定的道理，但是如果要批评共同基金交易太过频繁，对于那些活跃程度较低的投资组合经理人们而言，交易太不频繁也难辞其咎。

之所以这样说，是因为我们相信许多人都忽略了那些影响证券市场的基本要素，因为那些重要要素的存在，换手率的不断增大成为一种不可避免的现象，而不一定是因为某些人在谋一己之私。

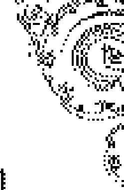
首先，随着公众的投资意识与投资经验越来越丰富，其对待共同基金的态度正像亚当·斯密（Adam Smith）的“经济人”那样：投资者奖励那些业绩卓著的投资组合经理人的方式是买入其更多的基金份额；另一方面，他们通过赎回那些业绩较差的经理人的基金份额来惩罚后者。这种模式应该得到比现在更多的关注，因为这样的发展趋势意义深远。一只共同基金之所以增长，不再仅仅因为它位于波士顿、它有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一个“蒂凡尼”这样的名字或者它是由一个领先的投资银行管理的，抑或是它的销售团队如何了得。这些特征在20世纪50年代便足以吸引投资者投钱，但如今的投资组合经理人越来越受到市场严格的客观规律影响：被赎回的金额超过新的销售额必然导致业绩不佳。任何支持自由企业制度的奖惩规律的人都会赞成这样一种让每个人都不断努力的趋势，而不是仰仗着吃老本。而且事实上，投资咨询师为管理养老基金和其他机构投资组合而展开的激烈竞争，也促进了经理人的投资业绩的提高，当然他们的竞争压力也更大了。

另一个同样起作用、且更具根本性的要素是：古老的买入并持有的投资哲学已经不再有用，事实上已经被埋葬在1962年的股市雪崩中了。在那以前，在1937年、1946年和1957年的股市大跌之后，总是同样的蓝筹股和公用事业公司股票引发了股价上行的趋势，而较为年轻且更具投机性的企业则远远落在后面。任何好的股票分析师根本不用离开书桌就能较为准确地预测出其投资组合中那些骨干公司的未来——包括公用事业公司、美国电话、通用汽车、通用电气、新泽西标准石油、美国钢铁和西尔斯百货。因此，要在投资组合管理领域有所成就更容易了，对保守型投资人的益处也多于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



激进型投资人。我们在这一时期管理的投资组合情况足以表明：变化越少，投资组合的业绩越好。

但是20世纪50年代末期经济增速的放缓和利润的萎缩让这一切发生了改变。投资者如今应该意识到，大型蓝筹股可能成为扭转经济形势的有效工具，而那些投资习惯和观念没有改变的人一定会发现他们所持有的股票在业绩上比那些更为积极、在管理上更富想象力的投资组合差很多。

在我们这个以技术为导向的经济中，如今投资组合管理仅靠大学经济学课程和仔细阅读《华尔街日报》是远远不够的。此外，越是处在增长的前沿，变化也越快。证券分析人必须充分掌握相关信息，多加关注，要舍得放弃原有的热门股，敢于持有新的股票。这样来看，我们实在不该指责投资经理人变化太快，因为事实上在我们这个时代的动态经济中，已经没有什么是静止不变的了。

由于这些影响的存在，机构持股的增加可能会导致股价在未来的波动范围扩大而不是缩小。尽管如此，推动这股趋势的动力似乎太过强大，以至于没有一种监管模式可以削弱其势头。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

后来情况如何

尽管从1966年到1968年，机构持股比例在纽约证券交易所上市股票中只增加了大约一个百分点，不过这一时期机构的交易活动则呈现出越来越活跃的趋势。未经保险的私人养老基金、开放式投资公司、人寿保险公司和火灾公司的普通股买入卖出金额在1968年达到了650亿美元，相当于1966年水平的两倍——超过1958年交易额的十倍。

解剖熊市

熊市的好处着实有限，不过其中之一就是它们持续时间较短：股市的跌速远比其涨速要快得多。如果我们可以以史为鉴，那么当前的股市大跌应该很快就会触底。我们不知道股市还会下跌到什么程度，也不清楚它还要过多久才能恢复到上一次的高度；不过我们可以略知一二的是，如果过去的模式仍然有效，那么我们最多还需要再忍受两三个月的痛苦。

跳过20世纪30年代的非常时期，让我们向前追溯到1916年，我们看到在每次大熊市中，股价从波峰下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

跌到谷底的时间都不会超过14个月,[①] 持续时间超过9个月的只有两次（1916和1919年），而所有这些跌势的平均时间只不过才7个月多一点。的确，仔细研究一下股价的长期走势图我们会看到，股价上涨的月份占绝对多数；在过去50年中，大约在三分之二的时间内股价都在上涨——如果除去大萧条时期不算的话，这一数字会上升至近四分之三。

熊市还有另一个特点就是开始的几个月最艰难，因此在短时间里，你已经损失殆尽了。只有在1916年和1960年这两波大熊市中，股市跌至谷底的幅度比其他时候更大。1965年夏季的股市在两个月左右的时间里下跌了10%，几乎是整个熊市的跌幅，而从战后6次熊市（1946年、1953年、1957年、1960年、1962年和1965年）的情况来看，平均有80%的股价下跌总量发生在熊市前6个月——除去1960年，则该数字还要超过90%。

上述言论并不是说熊市不可怕，只是为了说明股价下跌的坡度要比上涨更为陡峭。自第二次世界大战以后，股价在牛市期间的月平均上升率约为1.5%，而在

① 1946年的熊市在第一次跌入谷底之后很长时间又出现了第二次跌至谷底的情况。不过第二次谷底所在的位置与先前的那一次很近，因而我的基本论点并未受到影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

熊市期间的月平均下降率达到了5%左右。更何况战后熊市还要比以往更为缓和。

让我们从另一个角度来看待这个问题。1962年的熊市从波峰至谷底仅仅持续了6个月时间，而最低点的股价恰恰是45个月之前的位置。同样，1957年的股市下跌持续了仅仅3个月，但是在那3个月里，股市损失的价值相当于之前整整30个月中的所得。1932年，股价实际上已经跌至自第一次世界大战爆发以来的最低水平。平均来看，熊市在1个月内下跌的幅度需要牛市用大约4个月的时间来恢复。

这些例子为什么会不断重复出现呢？我们认为答案就在于买卖双方驱动力的根本差异。

在很长一段时期，潜在的购买力往往超过了抛售压力。当然，其中一个显而易见的原因就是股价的走势应该和大多数经济指标的长期上升走势保持一致。此外，储蓄者总是不断积累现金，这些资金可用于其他投资或转入金融中介和受托机构代为投资；理财经理人不可能无限期地在其短期资产中持有现金。在我们的潜意识中，我们天生就不愿意出售股票，特别是那些曾在过去数年给我们带来不错收益的股票；我们愿意和它们一起共度暂时的难关，害怕在长期上涨的趋势中丧失了自己的一席之地，只能眼睁睁地看着它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

们不断飙升。

当然，在一些时间段内，也会出现卖方占主导地位的情况。买方退出或放弃出价，导致股价加速下跌。尽管经济中的所有基本要素都在持续补充资金来源，以求再次回到市场中，不过抛售风潮能在相对较快的时间里将其耗竭一空。大多数投资者都不会只卖不买，或者只愿意卖出其持有量的很小一部分。最机敏的投资者早在股价下跌之前就已经这样做了，而一旦抛售成功，他们就会成为真正的潜在买方，这样就遏制了股价继续下跌的情况。

随着坏消息的不断传播，受到惊吓的人们开始抛售股票；而买方则仍在坏消息面前买入股票。很快每一个想卖的人都已经卖完了想卖的股票；那些继续持有的人之所以这样做，是因为他们充分意识到流传的坏消息是什么；坏消息已经不能让更多人卖出股票了。简言之，股市已被清空，不会再继续受到不利经济情况的影响了。可能还需要过几个月，买家们才会鼓足勇气重新回到这里——1946 年的高度在其后的 5 年间未被超越，1937 年的高度更是长达 8 年未曾恢复——然而股价下跌的势头却已经终止了。

目前我们几乎看不到任何可能让股价在近期内上升的因素。政治不稳定当然是重要因素，政治上的不稳定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

产生了更严重的后果，例如政府提高税率、紧缩银根等。战后所有大牛市都是因为之前货币政策发生了由紧到松的变化。

另一方面，当前形势的重重迹象都显示出之前的熊市就快到尽头了。道琼斯工业平均指数在今年2月份，也就是仅仅6个月之前，创造了新高。许多领头的蓝筹股持续下跌期已经远远超过了6个月。人人都在关注和谈论同样的坏消息——战争、货币形势、黄金和纯银，以及社会的动荡。这些领域再发生更糟的情况也不会是什么新鲜事儿了。因此，正如大多数人所预测的那样，大多数人很可能已经准备好面对投资组合出现的各种情况了。

然而未来总是充满着各种意外，有些意外甚至让一切又峰回路转：越南问题得到解决、经济形势的好转使得货币政策得以放松、英国局势转变等等，所有这些都能给带来无限的可能性。然后股价将会恢复，再次出现上升趋势。

与此同时，即使还不确定现在就是股价上升的时机，不过历史已经表明最坏的时候已经过去，现在再实施变现普通股的重大方案已经为时太晚。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

后来情况如何

1966年8月初，标准普尔工业股平均指数不到90点；在10月跌至谷底，即78点；到1967年1月又恢复到8月份的水平。因此，任何在8月份抛售股票的人都遭受了双重损失——除非他非常机敏地以低于卖出价的价格买入股票，而且还要考虑到税和佣金。

在下一段至最后一段文字中，我提出了股价恢复的主要原因：因为紧缩银根对企业扩张造成了太大的负面影响，货币管理机构在当年的最后3个月放松管制；企业活动得以恢复平稳，利率也有所下降。

交易量告诉了我们什么

将股票交易量作为预测股价趋势的依据主要包括三个简单的事实和原则。简单地说就是：

1. 股价上升时的交易量要比股价下跌时更大。
2. 在大多数情况下，特别是当股价在较大交易量的情况下下跌时，表明股价回转的时候就快到来了。对于这一条很少有例外情况，有的话持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

续时间也很短。

3. 与上市股票数量相关的股市交易量在大部分时间内的浮动范围较为固定，我们以此判断交易活动是否正常，或者是在正常范围之上还是之下。

由于股价和交易量的波动方向一般是一致的，因此如果我们能够预测交易量，一般就能够预测出大盘走向了。预测交易量的方法是确定交易活动是否正常；如果它异常高或者异常低，那么根据定义，它很快就会恢复正常，交易量的变化方向很可能与股价的变化方向保持一致。相对而言，在交易量极低的情况下，转变发生得更为迅速。

如果对过去 20 年的股市历史做一个仔细的分析，我们会发现除 1957 年外，每一次股价大跌前的交易量都非常高，而每一次股价大涨前的交易量则非常低。的确，所有交易量异常低的时期随后都伴随着股价上升。另一方面，有时交易量过高是一种判断股市的假信号。不过正如读者随后会看到的，这种假信号使得对股市的预测更为可信。

如今，我们认为的正常交易量是多少呢？历史告诉我们，在过去 20 年间，纽约证券交易所每年交易的股票数目从来没有低于全部上市股票数目的 12%，只有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一次（1950年）超过了19%。自1957年以来，只有3个年度的年交易量低于14%，分别是1957年、1960年和1962年，因为这三年都是熊市年。我们可以用日交易水平乘以250（即每年交易日的大致数目），然后再用其除以上市股票的数目，得出任何给定时期的年换手率。

如果单月交易活动水平比15%的年换手率还要低很多，就属于极低的情况，之后交易量可能会上升；如果交易量上升了，股价也会跟着上升。另一方面，如果在数月内换手率超过了20%或者更高，则表明交易量和价格开始进入下降通道了。

1965年—1966年这段时期就是对这一点的绝好例证。在1965年5月－6月的股市下跌之后，7、8两个月的换手率保持在12%，显然是牛市的一个信号。大盘在9月份开始呈现涨势，同时从那时起到11月份，换手率达到了19%～20%。然而到了1966年4月，交易量和股价还在攀升，当时的道琼斯工业指数已经超过峰值，而很多单个股票及其更具代表性的平均指数却一再创下新高。这些月份中的每日平均交易量高达9 000万股，几乎是1965年7月和8月水平的两倍，年换手率达到21%～23%。这一切显然预示着熊市就要来了。

大盘在5月份开始下窜，紧接着就是这次熊市中最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

凶猛的一波大跌，时间从6月一直持续到9月。6月和7月的换手率还能维持在14%，这在熊市中尚属正常。之后在8月随着急剧下跌的股价，换手率升至17%，预示着近期股市走向的转变。9月换手率又跌至13%的极低水平，平均每天交易的股票数量只有570万股，证明近期大盘即将再次翻转，股市要开始上涨了。

正如这些模式所预测的那样，自9月之后股价每个月都呈现出新的上涨之势，与其相伴，交易量也在稳步上升。事实上，交易量上升幅度太大，以至于危险信号又开始出现：自元月初开始，交易量每天都超过900万股，用上市股票数目为110亿股来计算的话，我们可以得出换手率又回到了20%的高水平。

根据过去的经验来看，整年都持续这一活跃水平显然是不大可能的。在近期某个时间点交易量将会趋于平缓，到那个时候就表明股价也将随之下跌了。

显然这是我们应该注意的问题；同时我们还要关注其他三个因素，这些因素表明股价如果出现下降，其幅度可能很小，也可能在之后适时出现：

1. 换手率保持在20%的水平只持续了3个月，时间相对较短。在1966年股市大跌之前，这一换手率持续了6个月，而在1961年，该换手率持续了整整8个月。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



2. 随着一般的机构投资者、尤其是共同基金越来越看重业绩，并希望大量持有股票，我们或许不得不将以上这个“正常”的定义再提升一个台阶。考虑到各个基金在牛市期间引发的巨大波动，这一点显得尤为必要。
3. 我们已经提到，极高的交易量有时会给我们一个错误信号，让人误以为股价下跌的情况即将发生了。不过每一个错误的信号都发生在股价大涨的初期。1949 年 12 月—1951 年 1 月以及 1954 年 11 月—1955 年 3 月就是这样的例子，因而也是买入普通股的绝好时期。所以，在股价上涨之初出现交易量极高的情况，能够印证的是股市的蓬勃发展而非即将到来的衰退。

简言之，这就意味着年换手率超过 20% （也就是日交易量超过 900 万股）持续两到三个月就证明有必要实施普通股减持计划了，但是仅凭交易量信号还不能证明在这个时候应该实施更保守的投资政策。

当然，在华盛顿和其他地方，正有越来越多的人意识到我们已经度过了经济周期的最高峰，我们公司在 1 月 1 日发布的公告就预测了这一点。不过总体来说，我们认为股市的各项指标都是积极有效的：1966 年的股市下跌持续了很长一段时间（见我公司 1966 年 8 月 1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

日发布的公告）、对走势与市场收益的乐观预判，以及在经济衰退期银根放松的特点，这些都是投资政策的主要考虑因素。和上述交易量模式综合起来考虑，我们认为股价下跌的风险仍然有限。

后来情况如何

在本公告发布之后，股价在6个月的时间内持续上升，之后才趋于平缓。1968年第一季度出现了短暂而微弱的跌势，不过之后股价再次飙升，这一次的持续时间长达9个月。因此，本公告中提到的“积极有效”的指标是有用的；“股价下跌的风险”显然“有限”。

交易活动的全新规模

华尔街各家公司的后勤部门全部人满为患、乱作一团，不久之后由不知所措转化为失望和恼火的情绪。历史告诉我们股价与交易活动密切相关，牛市中出现大额交易量而熊市出现低交易量。因此，真正有趣的问题是我们是否要一直保持在这一极高的交易量水平上——抑或交易活动和股价即将跌得更低？

1959年春，伯恩斯坦－麦考利公司受雇于纽约证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

券交易所，准备对1970年—1980年这10年间该交易所交易活动情况进行预测。当时，如果以之前13年常规的机械性预测方法来预测的话，我们很可能会指出，20世纪60年代末期股票的平均日交易量大约为每天600万股——也就是我们当前看到的交易水平的一半左右。这是一个非常明显的例子，证明参数的作用自那以后已经完全不同，特别是我们还能回想起，1959年该交易所的某些权威对我们提出的600万股的数字都极为怀疑（那是1958年—1959年平均日交易量的两倍左右）。

尽管这是我们对“正常”情况的预测，我们也指出股市可能会出现“繁荣与萧条交替”的情况。因此，正常预测指出年交易量相当于上市股票总数的10%～15%，而后一则“繁荣与萧条交替”情况预测指出，其换手率最高可以达到19%～24%的范围。事实上如此高的换手率已经出现在1943年、1945年、1946年、1950年、1954年、1955年和1958年的下半年，从经验来看这样的预测根本没有什么不合理之处。

实际情况证明了我们预测的准确性。从1960年—1965年，年换手率一直保持在我们正常的预测水平，占上市股票总额的12%～15%不等。但是之后的1966年换手率飙升至18%并在1967年达到了22%；到现在为止，年换手率水平一直保持在25%，有几周甚至达

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

到了29%～30%。这样看来，我们在1959年的分析中就已经预测到了当前的交易活动水平，尽管我们认为没有人（包括我们自己）会把我们的预测当真，要知道那个年代“买进并持有蓝筹股”是业绩的标志。

当前的换手率还会持续下去吗？这是一个非常关键的问题。回到较为正常的交易水平似乎就预示着大熊市也将跟着到来。1962年和1966年的两次熊市之前都出现过换手率高达25%的情况，之后在股市下跌期间，换手率也跟着降至10%～13%的规模。在最近这一次，即1967年9月到1968年3月的小熊市期间，很偶然地，交易量的最低点依旧很高——年换手率在17%的水平，不过只在8月的一周和9月的一周期间达到了25%以上。

参数的重大变化使得机构投资者的交易活动飞速增长，普通流通股持有量比例也快速上升。共同基金和未保险养老基金的情况尤其明显，后者的规模和数额受其影响发展迅速。

从1956年—1965年，共同基金的普通股年买入量和卖出量变化很小，一直保持在总持有量的20%左右。1966年，该比率上升至33%，到1967年则达到了41%。同时，其所持有在交易所上市的普通股数量在1956年不到总数的4%，而到如今则上升到了5.5%左

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

右。1956 年—1965 年，养老基金的年平均普通股交易活动相当于其持有的所有股票的 10% 左右，实际上换手率呈下降趋势；去年，这一数字达到了 20%。同一时期，其所持有的上市股票占上市股票总数的比例从 3% 上升到了 7% 以上。

纽约证券交易所发布的数据显示，共同基金和养老基金加起来占到了该交易所所有交易额的 1/3 以上，而在 1959 年，这一数字低于 1/5。这样看来，在 1965 年—1967 年间的总股票交易量增长数目中，有一半是这两类基金的买卖交易的增长。

因此，大型机构投资者的换手率至少翻了一番，而整个市场的换手率更是提高了 50%。从这一角度来看，纽约证券交易所年换手率的急剧上升一定在很大程度上与机构买卖数量增加有关。其他投资者如今在纽约证券交易所的交易活动可能要比以往更活跃——或者将其交易的更多精力投入到了美国股票交易所和场外交易，而换手率却远远超过了我们根据近期相关经验所预测的数字。

我们认为这些现象都有着极为深远的意义。过去，过于活跃的交易活动往往是熊市出现的前兆，在那段时间公众交易量的上升速度与机构交易量的上升速度一样快，有时甚至比后者更快；从本质来说，这种情况不大可能持续太长时间。另一方面，由于股东持续得到基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

净流入收益，他们当前对业绩的追求已达到疯狂的地步——包括共同基金、保险公司、教育机构和银行信托部门等——这可能继续导致股票交易水平相对于过去更高。由于过去我们经常会看到一周水平是日平均水平的2~3倍，整月水平是日平均水平的2倍这样的情况，如今每天的交易量达到2 000万股实在不足为奇；相对于120亿股的上市股票总数，每天的交易活动水平低于1 000万股才应该令人感到吃惊。

因此，尽管我们经历这些新模式的时间还太短，无法根据股票交易量的最新趋势做出客观的预测，分析的确显示（除非监管程序发生重大变化）至少如今纽约证券交易所那些疯狂的交易行为还不算太坏，这与以往结构性条件不同的情况绝不可同日而语。

后来情况如何

本公告发布之后的一个月以及1968年10月的另外两个公告发布后的一个月间，日交易水平一直保持在2 000万股，两次之后都未见股价有任何明显跌势。那一年日平均交易量达到了1 300万股，7月之后（一直到1969年的上半年）没有一个月的日平均交易量低于1 000万股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



黄金危机与证券市场

投资者要在如今这样的形势下制定战略非常困难。货币和黄金本身是抽象、混乱、复杂的，甚至是令人害怕的。报纸上的文章、电视评论员、政治家抚慰人心的发言、大学经济学中那些记忆模糊的理论，以及华尔街制造的谣言不断轰炸我们的头脑。我们的思绪得不到缓解、反而加重了不安和恐惧感。没有谁告诉我们即将发生的到底是什么，以及万一有什么事情发生，我们应该如何应对。

因此，本公告将尽量简明扼要地回答三个问题：

1. *究竟发生了什么？*
2. *现在的情况怎么样？*
3. *即将到来的投资环境如何？*

在第二次世界大战结束后的头十年以及 1956 年—1957 年苏伊士运河危机过去之后，美国在国外花费的资金一直要多于外国人在美国的花费。前一次属于自行选择，后一次则是无奈之举。两次都耗尽了我们的黄金储备，增加了外国人手中的美元持有量。

然而在大多数时候，美元依然是一种很坚挺的货币。我们的经济势力无人能敌，美国的通货膨胀没有西

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

欧和日本那么严重，美国的出口一直保持顺差。我们在国外进行了大量高收益的投资，其总量相当于第三世界的经济水平。我们持续稳定的经济增长和繁荣令全世界羡慕不已。

所有这些都是真的，直到总统在1965年末决定升级越南战争。之后这一举措所产生的三个不利影响，对美元造成了严重打击：

1. 我们在国外花费的军用支出陡然升高（在越南花费的很多钱最后都流入了法国银行）。
2. 国内经济过热更是导致从其他国家的进口大幅度增加。
3. 战争本身让欧洲人对美国的领导权产生了信任危机，他们再也不相信我们会明智地使用手中的权力，继而敢于和我们叫板，至少再也不会在我们面前低声下气了。

面对金融危机，总统在1966年拒绝实施精简军队的措施。虽然之后总统改变了想法，但是国会在1967年拒绝采纳该提议。压力、怀疑和争议盘旋在全球各大金融中心的上空。受到困扰的外国政府和中央银行纷纷将其手中的美元兑换成黄金，随之而来的，是国外的个人投资者对美元失去了信心，将手中的钱兑换成了黄金。在这种情况下，美国竟没有看到这一局势中的任何

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

风险，将其黄金储备全部倾倒入投机者手中，企图将黄金的价格保持在每盎司35美元以下。黄金储备越少，黄金价格上涨的可能性越大——投机就越严重。

去年11月英镑贬值使得最终的危机无法避免。最重要的是，就连盎格鲁-撒克逊的政治家也不得不承认如此可悲的弥天大谎——“我们永远不会让货币贬值”或者“我们不想扩大战争”。其次，事实表明大规模投机只受自身动力的驱使，它完全可以独立于当前形势之外。

在整个局势中，投机者根本没有承担任何风险。大多数的投机都是有风险的，而投机者为此承担了那些风险，也成为一股有益的经济力量。但是如果你能够以2.80美元的价格出售纯银，且一定能够以不高于2.80美元的价格重新买入；如果你能够以35美元的价格买入黄金，且一定能够以不低于35美元的价格重新卖出，那么为什么不碰碰运气呢？妙处就在于危机的形成过程持续了很长时间。

伦敦方面在此时关闭其黄金总库就意味着黄金投机者们将以高于每盎司35美元的价格买入黄金。或许他们最终能够赚得利润，不过他们将首次面临可能遭受损失的风险。所以就算该决策很久之后才出台，却依然大受欢迎。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

然而与此同时，美国却被迫承诺紧缩根本没有过热的经济。提高税率、降低政府支出、提高利息率都是当务之急。正如我们在上个月所指出的那样，这些措施不可能降低价格。但是它们会降低收入和就业，因而应该会导致我们从国外进口的减少。失业者很快会成为保住我们的黄金储备的主要力量。那些在今年夏天亲眼见到他们发动骚乱的人，真应该将这方面的财经知识铭记在心。我们只能希望欧洲人能够信守他们在谈判中的承诺，降低利率并愿意从我国增加进口，以此来对其经济实施紧缩政策。

我们还将看到一个颇为壮观的场景，即一国政府在选举年发动了一场不受欢迎的战争，还以一系列紧缩经济政策火上浇油。等着瞧吧，看看这些方案能不能经受住各类社会压力。正如《纽约时报》在最近的一篇社论中所论述的那样：

如果代价是大范围的失业，那么挽救当前的（国际货币）体系就是一个严重的错误，这会让我们明显后退至贫困线上，彻底白费那些重建城市、消除贫民窟的努力。

这里显然出现了矛盾，正如他们在歌中唱到的：必须付出代价。

来自社会各方的压力不会减少，对此我们确信无

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

疑。或许有一点还让人稍感安慰，那就是战争即将结束或者至少不会升级了。如果它不结束，国际货币体系很可能会崩溃，因为它将无法承受来自其他势力的压力。

如果那样的话，希望诸位还记得，美国人仍然会在国内用美元交易，美元在国内的价值将保持不变。外国投资和对外贸易将受到严重阻碍，这会对我们经济的某些部门（但肯定不是对所有部门）造成严重影响。不过它也会给我们远在国外的朋友带来严重后果，这也就解释了他们为什么急于保持当前结构可行，从而挽救美国，使我们免于彻底的灾难和崩溃。

尽管以上分析对当前形势的评估不甚乐观，我们仍然相信，投资者们近期对证券市场的态度应当更为乐观了。之所以提出如此非正统的观点，主要基于以下几点考虑：

首先，战争显然就要结束了。一旦战争结束，所有的参数都会很快发生重大变化，对许多工业的直接和间接影响都是巨大的。那些一直在等待奇迹出现的投资者可能真的会面临这一情况，即等他缓过神来买进的时候可能就太晚了。

其次，正如我们在1966年8月14日的公告中详细论述的那样，熊市的持续时间要比牛市短得多。当前的熊市——尽管其下跌幅度已经极为缓和了，已经持续够

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

长时间了。到今天为止，它已经持续了足足6个月。战后历史表明，熊市总损失的75% ~80%都发生在其开始的头6个月，主要的过度抛售情况一般都发生在前8~9个月内。因此，除非当前有极为异常的情况发生，股市应该在未来的6周~8周内触底，或者超过最底线。

再次，沮丧、悲观、恐惧、怀疑甚至嫌恶的情绪已经在如今的金融市场上弥漫。坏消息早已在大范围内被预期。大多数投资组合在调整时都已经将最坏的打算包括在内了。上百亿美元的现金正在股市门口观望，等待它回转还阳的那一刻。如今已经没有什么坏消息能够让任何人感到意外，另一方面，好消息却很可能导致人们蜂拥而至，就因为它给众人带来了惊喜。

最后，财政政策的恶化可能会导致长期利率降低。尽管国际收支平衡问题的压力可能会导致短期利率升高，但是对于公司债券市场而言，依然看好牛市出现。经常阅读我公司公告的读者都知道，我们认为利率对股市影响很大；在债券价格上升、利率下降时期，行情总是被看好。

简言之，前景大有希望。国际货币合作显然是一个实实在在的证据。各方政治势力都在争取和平。因为黄金危机导致的通货紧缩会给债券市场带来牛市，股票市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



场自然也会跟着沾光。坏消息已经被投资者们口口相传，因而从现在开始很难再对证券价格造成更严重的损失了。

后来情况如何

就在这篇公告撰写的同时，3月份领先的股市的平均值比其最低点高不过1%～2%。而在4月的第一个交易日，就在约翰逊总统在1968年3月31日（周日）晚上发表其历史性的电视讲话之后，股市比3月29日收盘时高出了2.5%。股价在整个4月上升了大约9%，从这篇公告撰写之时到股价在仅8个月之后升至最高点，股价攀升的比例竟高达20%左右。简言之，“前景大有希望”。

成长型公司与成长型股票

成长型公司近年来得到了各界的极大关注，这个术语眼看着就快要引领一段潮流了。无论人们希望寻求管理领导力、国家地位还是单纯的审慎投资，其方法似乎只有一个：关注成长型公司。

但什么是成长型公司呢？它是以非凡的技术运作和创新为特点的公司吗？还是只不过是销售收入和收益比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

多数公司增长更快的公司？什么又是成长型股票？是不是所有“成长型公司”的证券本身就是成长型股票？

这些问题表面看来很简单，其实不然，它们有着极其重要的意义。如果“成长型公司”这个短语只是定义为进行研发的公司，或者是业绩好的公司（比如今年的业务量比5年或者10年前有所增加），那么这个词的概念就太笼统，也没什么意义了。只是为了敲定一个实际可行的定义，我们才希望以一种有用的方式将“成长型公司”与“成长型股票”的概念加以区分。

本文的宗旨不仅仅是要对上述问题予以解答，而且要陈述两种看来十分离谱的观点不过我坚信它们是有建设性的：(1) 成长型公司只包括一些少数精选的公司，而不是所有重要的股份制企业都能当得起这个称号的；(2) 成长型股票只不过是对投资的一种愉快或任意的分类而已，很奇怪，这个词与成长型公司没有关系或关系不大。

不过应该强调的是，这里举例列出的某些公司虽然不符合成长型公司的标准，但其股票价值却和成长型公司的股票一样看涨，而某些公司虽然符合标准，其股票行情却不是很好。有很多偶然因素会对结果产生影响，其中一项较为重要的因素就是投资者的错误判断。但问题是，从一个时间段来看，真正促使增长的因素更为重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



要，也可能是帮助我们判断未来的一个更可靠的向导，其作用要比股价在过去的上涨或者市场对当前形势的评估更大，至少要比此处所列的“成长型”这一特殊概念更加有用。

在本文的后半部分我会罗列一种新型统计分析方法，该方法显示了这一命题及将其付诸实施的合理性。

经济发展或增长是在以下三种不同的过程中发生的：人口增长、资本积累、技术进步，技术进步使得我们能够生产出更多、更好、与众不同的东西，或者以更少的成本生产出同样的东西。

上述每一种增长过程对一家企业的影响也各不相同。作为一名商人，个体经理人或企业主无法对这三种因素的第一种产生直接影响；他的企业可能受到其影响，但他本身不会使之发生任何变化。而增长的另外两种可能性则不然；这些都是企业可以主动从内部产生和获得的。对整个问题来说最基本的一点是：真正的增长是有机的，是来自企业内部的。

要想看出一个成长型公司有别于其他公司的特点，一个很好的办法就是观察有没有以下5种情况，这些情况显示了成长型公司不具备的特点。请记住，关键问题是这家公司的扩张是内因条件的结果，还是仅仅是对其完全无法控制的外部事件的反应而已。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1. 一家通过收购其他机构达到扩张目的的公司不是成长型公司。收购一旦被消化，可能会改变其某些特征，使之在后来变成一家成长型公司，但是通过这种收购来扩张的过程不是我们在这里所指的“成长”。

2. 由于市场扩大而增长业务的公司不是成长型公司，因为它们不是造成市场扩大的原因，而只是对外部事件做出了相应反应。当然，也有一些公司在卖方市场上的价格增速快于成本增速，从而实现收益的大幅增加。对此我们一定要保持冷静，不要被这类巨大收益冲昏了头脑。

例如，当前很流行将石油公司看作成长型公司。石油公司的销售额和收益的增长是惊人的，这一点毋庸置疑。然而，其业务的增长主要来源于对石油的需求增长，石油公司本身通过这种需求的增加实现了资本化过程，但是它们却绝非创造该需求的来源。如果不是开车的人口急速上升、建设规模加大（这创造了采暖的需求）以及其他使用石油作为燃料的工业的增长（如电力），石油工业本身的扩张要比现在小得多。

3. 大多数纸业公司很可能被排除在成长型公司的类型之外，但事实上他们通常是能够算做成长型公司的。这里的分界线的确有些模糊，因为这些成长型公司多是开发新产品，或者为纸张开发新用途。然而从根本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

上说，它们都得益于包装、报刊杂志、纸巾、卫生纸、餐巾纸等等方面对于纸张日益增长的需求。这一需求的增加能够带来更高的工业劳动生产率、更高的收入并在该行业吸收更多就业人口；纸业公司利用了这些新的发展，但其本身并不是导致这些发展的驱动因素。

4. 有些观察家甚至将钢铁行业看做是近年来的一个成长型行业，我认为那真是大错特错。的确，大型钢铁公司的财务收益即使与最成功的成长型公司相比可能也要高出一筹，另外，钢铁的人均消费量也在持续上升。不过除了少数例外情况之外，钢铁公司的销售对象仍然是那些旧市场（1955 年 73% 的钢铁消费是汽车、建设、机械和集装箱），那些市场的增长造成了对钢铁的需求的增加。

人们的确开发了一些钢铁的新用途，但这些并非对首先由消费者提出的需求做出的反应（像某些不锈钢公司那样），也没有对大生产商的收益带来重大改观。此外，钢铁行业的收益对于高度膨胀的价格结构的依赖出奇地大，自 1947 年—1949 年以来，所有非农业商品的这一价格结构已经上涨了两倍多了（而相比之下，例如，化学品的价格上涨幅度极小）。如果钢铁的价格被推回到 1947 年—1949 年的水平，怕是所有钢铁公司的运营都要遭受巨大亏损。大多数真正的成长型公司却

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

并非如此。

5. 一般来说，大多数原材料生产商都必须被排除在成长型公司的类型之外，部分原因是这类公司的增长依赖于其无法施加影响的最终产品需求，另一个原因则是收益的巨大增加基本上是由于飞涨的价格造成的。很明显的一个例外就是铝业公司。对铝的需求一直在增加，当前增加速度更是极快，不仅仅是因为铝的主要消费者的业务比过去有所增加，而是因为——或许这是更为重要的原因——铝业公司本身为这种金属找到了许多新用途，因而也就找到了许多新的消费者。铝业正在实实在在地创造着自己的市场。

事实上，开发自身新市场的能力，是一家真正的成长型公司最具战略性、最重要也最能够区别于其他公司的特点。

之所以如此，不仅仅是新产品、新工艺的开发以及为旧产品开发新用途带来了更高的销售收入和更高的利润。更重要的是，一家成长型公司的销售收入及收益的质量与其他公司有着根本的不同。

一种新产品或者一种与众不同的产品至少在短期内是独一无二的；事实上它获得了一种垄断。土霉素、涤纶、通用自动计算机、离心机都是独一无二的，但是同样的钢铁既可以从伯利恒（Bethlehem）购买也可以从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



美国钢铁公司购买；铜也是一样，既可以从肯尼科特（Kennecott）铜业公司购买也可以从安纳康达（Anaconda）铜业公司购买。因此，成长型公司的产品一般能够提供高于一般水平的利润率，并能够推迟甚或消除价格竞争。同时，新产品和新市场的持续发展弥补了旧产品销售收入的下滑。最重要的是，新产品一般能够使公司免受整体经济形势中各种危险的侵害。

简言之，借用社会学家大卫·里斯曼（David Riesman）的话来说，真正的成长型公司就是“自主性”而非“受人支配的”公司。它在经济社会中独创一派。它通过创造之前不存在的某种产品或对某种产品的需求来适应外部世界，而不是改变自身去适应外部世界的种种变化。它的增长不一定要比整个经济的增长速度更快，但的确要比所售产品的市场的增长速度更快。

这就是为什么大多数（当然绝不是全部）化学公司、电气设备公司和电子公司都被归为真正的成长型公司。这些公司在社会上始终处于技术发展的前沿，持续为既有产品开发新的用途、开发新产品来替代旧产品，开发具有新功能的新产品，并研发新的工艺，以便更好地提供各类产品和服务。

不过开拓新市场却并不完全依赖于新产品的推出或为某一旧产品开发出新的用途。相对冷门的行业也完全

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

可以开拓新市场，只需使用动态的营销手段创建强烈的品牌信赖感，使顾客相信该产品是独一无二、无法替代的，为了它可以放弃其他产品。换句话说，增长不一定要创造新的需求；只要一家公司能够在现有市场上占有较大份额，便自然而然地能够带来增长。例如：

美国斯科特纸业公司（Scott Paper Company）就拥有完全不同于其他纸业公司的品牌声誉，其创收也要比其他公司成功得多。虽然斯科特纸业公司也在不断开发新产品，也确实对其旧产品进行了更新换代，但事实上斯科特品牌的真正成功在于其产品已经成为人们日常生活的组成部分。斯科特针对大众以及生产商和机构这类重要市场的营销策略，让它成为顾客生活中甚为贴心的一部分，这为顾客创造了一种信心，使人们坚信斯科特的产品就是高品质的保证。

这样，斯科特对市场的影响力就远非大多数纸业公司可比了。它成为了经济中的一股积极力量而非消极被动的商家。该公司在大萧条时期还能不断增加收益就证明了这一点。此外，近年来它的收益增长速度也明显高于业内其他公司。

增长潜力完全可能存在于人们期望值最低的环节，在为既有产品开发新市场时尤其如此。关于这一点，一个最有趣的例子就是口香糖生产商利用美国步兵作为其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

营销媒介，于战时在美国以外的其他国家培养了人们对口香糖的爱好。

或许要证明我的观点，最好的办法是提出这样一个问题：成功的汽车公司算不算成长型公司。人们可以找出一点证明它们不符合既定标准，即汽车已经不属于新产品。如今出售的大多数汽车都是为了替换原有的旧车，很少有人是第一次买车了。汽车市场的扩张大多应归功于人口的增长以及个人收入的增加。从这个意义上来讲，汽车公司一直以来都在适应各种外部条件，而不是在开拓其自己的新市场。

不过如果我们仔细研究一下近年来这个行业中发生的情况，我们就会问，问题是否还存在另外一个层面。通过汽车型号和发动机的剧烈持续的变化，汽车公司的确在对其汽车更新换代。谁又能判断一辆 1956 年生产、装备了所有新配置、售价 3 000 美元的汽车，是不是比 1946 年的同样的一辆售价 2 000 美元的车更加昂贵？如果说其没有达到创造新产品的水平，我们又用什么来解释 1955 年型号一经推出便获得了巨大成功呢？要知道它是在经济衰退期间推出的，最权威的统计测验表明当时汽车市场已经饱和。难道向每个家庭出售第二辆车的努力不算是打开了一个潜在的巨大市场吗？因此，至少这一行业的领先公司似乎接近于成长型公司的标准了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我坚信大多数读者都知道成长型公司的定义有很多，我也没有断定刚刚列出的这一条就是“定论”。但是根据我个人的意见，为了将那些真正动态发展的开拓型公司和一般意义上的管理有序的公司区分开来，这一概念还是相当有用的。具体来说，我们应该对罗伯特·安德森（Robert W. Anderson）发表在1955年3月~4月期《哈佛商业评论》上的引发争议的分析文章《成长型股票尚未实现的潜力》进行提炼，根据该分析展开论证并向前进一步拓展。

大家应该还记得安德森在其文章中指出，成长型公司是指任何显示出扩张迹象的公司，无论其扩张动力来自组织内部还是组织外部。例如，在他关于成长型公司可能只存在于成长型行业的观点中，他说道：

这样一个行业应该是符合国家生活标准的基本要素，它应该拥有现成的产品和服务以满足公众日益增长的需求，单位需求的平均增长率应该大大高于整个经济的单位平均增长率，尽管这个增长率不一定很明显。

但是在这些范围内——这一点至关重要——我们可以涵盖许多行业的主要因素，包括建筑、食品、杀虫剂和印刷等行业，在这些行业中，增长在很大程度上是对增大的需求做出的反应，而并没有创造需求。此外可以毫不夸张地说，这些行业中绝大多数公司的财务成果很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



一般，根本不能避免经济周期带来的影响。

安德森在其分析文章的后半部分提出了某些标准，例如研发项目、生产和工艺规划、管理层的态度等等，成长型公司必须无一例外地符合这些标准。但是难道这些不正是任何管理有序的公司大体上都应该具备的特征吗？新泽西标准石油公司就是一个恰当的例子，它很可能像斯科特纸业公司或明尼苏达矿业和制造业公司（Minnesota Mining and Manufacturing）一样符合安德森的每一条标准。但是，如果我们强调积极增长和消极增长之间的区别，无疑会看到斯科特纸业公司和明尼苏达矿业和制造业公司属于成长型公司，而谈到新泽西标准石油公司是否属于这一类型，我们多少还是会有一些怀疑的。

现在让我们暂且放一放成长型公司的定性标准，转而关注一下那些标准在财务业绩方面的表现。一个成长型公司的销售收入和收益应该会呈现出上升趋势，该趋势的攀升坡度应该比一般水平更为陡峭。“结果最重要。”

例如，在研发和营销方面拨款的规模——有时被用做一项标准，本身并没有任何意义。事实上，这类花费都“付之东流”了，其原因如下：（1）它们无法被合理地资本化；（2）它们的终止将会给公司带来风险，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

使之丧失当前的市场地位；（3）大部分销售和研发费用只能为未来增长奠定基础，其本身不能立即带来回报。这类活动只有在其最终带来巨大回报时才能见效，该回报既能够收回原来“付之东流”的钱，又能提供较高的资本回报；花费越是昂贵，回报越是高。

事实上，即使销售收入和收益的涨势好于平均水平也是不够的。真正成长型公司的财务成果还应该符合以下 4 个测试标准：

1. 收益的涨势应该相对较为平稳。收益不一定每年都要增加，但其呈现增势的年份应该多于呈现减势的年份，其增加的年份至少应该和“一般”公司收益增长的年份相当。
2. 在大多数情况下，适用于收益增长的这些标准同样适用于股息。购买一只收益率为 2% 或 3% 的股票几乎没有什么意义，除非在一段合理的时间过后，其回报能够高于固定收益证券或弱“动力”股票。
3. 当然，还应该保持净值收益；如果股息支付极低，那么净值收益实际上应该是增加的。换句话说，如果股东的钱被用于重新投资而没有用于支付股息，那么至少应该赚得和产生那些收益的旧有资本同样高的收益。这一比率应该是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

管理层的整体能力和积极性的最重要的指标。

4. 收益和/或净值的增加当然应该反映在实际产出量的增加上，至少产品组合应该出现一个有利的转变——而不仅仅是因为价格水平上升导致的美元数目增加。

现在，财务业绩又多了一项好处，那就是它很容易进行统计测算。

让我们仍然以安德森列出的25家“成长型公司”为例，并在该名单上增加8家公司，对其进行一些财务方面的测试，看看成长型公司的定量和定性特征是如何调和的。

以下是我们取样的公司名单（旁边带星号的是我在安德森的名单之外又增加的8家公司）：

阿美拉达公司
美国罐头公司
美国氰胺公司 *
佰利恒钢铁公司 *
大陆石油公司
康宁玻璃公司 *
陶氏化学公司
杜邦公司
伊斯曼－柯达公司
美国国际纸业公司 *
佳斯迈威公司
利伯－欧文斯－福特公司
明尼阿波利斯霍尼韦尔公司
孟山都化学公司
国家铅业公司 *
国家钢铁公司
欧文斯－伊利诺伊公司
彭尼公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

通用电气公司	斯科特纸业公司 *
通用汽车公司 *	西尔斯罗巴克公司
哈特福德火灾保险公司	加州标准石油公司
赫尔科利斯炸药公司	新泽西标准石油公司
亨伯石油公司	联合碳化物公司
IBM	美国钢铁公司 *
北美保险公司	美国石膏公司
	西屋电气公司

上表当然无法囊括所有的成长型公司，相反，取样中有好几家公司根本不属于成长型公司，至少根据我们的定性标准是这样的。但是补充的这些公司有助于我们更加明确地区分成长型公司与成长型股票。

以下是我们对这些公司的财务数据进行的测试：

我将这 33 家公司 1947 年—1949 年的平均数据与 1953 年—1955 年的平均数据进行了对比。这两个时期在时间上的差距就足以说明问题了。此外，两段时期都包括一个经济衰退的年份、一个经济情况相当好的年份和一个经济繁荣的年份。

所有数据都被转化为每股数据，对股息和拆股进行了调整。也就是说，它们都被表示为 1955 年底的发行在外的股票数目。

我计算的每家公司的数据为：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

收益增加的年数；

股息增加的年数；

收益增加的百分比，1947 年—1949 年到 1953 年—1955 年；

股息增加的百分比，1947 年—1949 年到 1953 年—1955 年；

账面价值回报，1947 年—1949 年和 1953 年—1955 年；

截止到 1955 年 12 月 31 日，股价与 1953 年—1955 年平均收益的比率；

截止到 1955 年 12 月 31 日，股价与 1947 年—1949 年到 1953 年—1955 年期间平均年收益增长量的比率。

这些数据在很大程度上证明了公司满足这些定性标准，以及满足该财务测试的能力。例如，从 1947 年—1949 年到 1953 年—1955 年期间，收益增加的百分比最大的 5 家公司中有 4 家显然是真正的成长型公司（用星号标注），除了斯科特纸业公司外，其他公司的净值收益都有所增加：

康宁玻璃公司 *	增加了 300%
国家铅业公司 *	增加了 174%
杜邦公司 *	增加了 109%
斯科特纸业公司 *	增加了 106%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

美国钢铁公司	增加了 103%

另一方面，在这一时期收益增加幅度最小的五家公司中，似乎只有一家符合我们对成长型公司的定性标准（用星号标注）：

西屋电气公司 *	增加了 0%
哈特福德火灾保险公司	增加了 3%
大陆石油公司	增加了 4%
彭尼公司	增加了 6%
亨伯石油公司	增加了 13%

整个名单也显示了收益增长和成长型标准之间相同的对应关系，虽然其对应程度有大有小。由于总有各种特殊或暂时性原因改变或模糊了公司的财务成果，所以一定会有一些公司符合了成长型公司的定性要求却未通过财务测试（至少短期是这样），同时还有一些公司不符合定性标准，却显示出非常好的财务成果（尽管这一优越性是否能够经历各种经济波动还值得商榷）。

因此，财务测试中的各个项目的确可以作为一个有效的筛选工具，挑出那些满足我们为真正的成长型公司建立的定性标准的公司。如果它对于 5 家公司中的 4 家（或者接近这一比率）都是有用的，它的可信度就已经很高了，特别是与安德森使用的以公司市场价值的增加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为统计依据的方法相比更是如此。的确，以下五点提出了一个根本性问题，即类似于安德森选出的这 25 家公司的名单能否代表成长型公司或成长型股票：

1. 25 家公司中只有 10 家公司的收益比 1947 年—1949 年这段时间的基数有所增加，且增加幅度高于道琼斯工业平均指数的收益增幅。(尽管道琼斯工业平均指数中的 30 家公司代表了我们所谓的一般公司，不过根据穆迪公司的 125 家公司工业平均指数衡量的结果来看，差距实在不算大。)
2. 其中只有 13 家公司的股息增加幅度高于道琼斯工业平均指数的股息增加幅度。
3. 只有 2 家公司在 1947 年—1949 年到 1953 年—1955 年期间的账面价值回报有所增加。事实上，在我们分析的 33 家公司中，只有 7 家公司取得了这一成果。所有保持着回报率的公司，例如回报率保持在 2% 的公司，一共只有 12 家（这 7 家公司之外还有 5 家公司）。
4. 1947 年—1952 年这 5 年间，道琼斯工业平均指数的收益有 3 年都呈现增加趋势，而在 1947 年—1955 年这 8 年间，其收益有 6 年都呈现增加趋势。但是在安德森列出的 25 家公司中，有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

9 家公司都未能在短期取得这一成果，有 14 家在更长时期也根本未能取得该成果。

5. 道琼斯工业平均指数的股息在 1947 年—1952 年间增加了 4 次，在 1947 年—1955 年间增加了 7 次。但是在 25 家公司中，有 15 家在较短时期增加股息的次数未达到 4 次（有 9 家公司增加股息的次数少于 3 次），有 20 家在较长时期内也未能像道琼斯工业平均指数那样增加股息（其中有 11 家公司增加股息的次数甚至还不到 5 次）。

这些数据在另一层意义上也能说明问题。它们表明，较好的财务成果显然不是成为成长型行业中的一员的偶然结果。相反，这些成果似乎能够反映公司在管理观念、政策和技巧方面的重大区别。同一行业的公司在业绩方面呈现出巨大差异；例如，将通用电气公司与西屋电气公司、佰利恒与国家钢铁公司、杜邦公司与联合碳化物公司或孟山都化学公司、新泽西标准石油公司与大陆石油公司进行一番对比，都能够看出这一点。而且通用汽车公司的统计记录很不错，他的竞争对手中或许只有 1 家的水平和 33 家公司的平均水平相当，而 IBM 公司及其竞争对手的情况也基本如此。

这不是说在我们这个名单上所有名列前茅的公司股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



票在未来都应买进，或者另一方面，也不是说所有其他公司的股票就一定会在未来几年露出败相。例如，赫尔科利斯炸药公司看似不起眼，但事实上它如今所拥有的增长潜力之大，恐怕名单上没有几家公司能够与之媲美。

我想说的只是，如果将其用于选择未来可能增值的单个股票，任何通过统计对比得出的笼统数据都可能会产生误导。同时还必须使用定性分析，以期探究当前的特殊形势，特别是确定公司在何种程度上显示出我们在上文中讨论的诸项特点：即它是否动态地创造自己的市场，是否具备了准垄断特征（具体表现是利润率较高），是否足够自主、相对不大受经济波动的影响，以及是否能够出具盈利能力、股息和净值收益连续增长的记录。

此外在判断投资时机时还必须增加一层考虑，那就是市场价格。事实上，统计方法要想真正达到我们这里讨论的目的，其本身还需要进一步改善。

因此，让我们先解决以下这个具体问题，即所有这些对于希望价值增加的投资者的意义是什么。我们一直在讨论的这些因素——特别是比一般水平较高的利润率和盈利能力、股息支付和净值收益的较高增长——显然能够对市场价值产生影响，因而成为投资者应该予以考

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

虑的因素。更何况无须赘言，市场的影响也是成长型公司管理层不可小觑的因素，因为投资者的决策影响了股本的供应。但是这些因素是否能够支配市场价值，或者至少对其影响达到足够大的程度，从而使得成长型公司可能等同于成长型股票，而成长型股票就等同于稳赚不赔的股票呢？那正是我们要解决的问题。

要回答这个问题，一个最快也最有力的方式就是再次来看安德森列出的25家公司。正如我们已经看到的那样，该名单中有一大类公司根据我们的标准根本不够格成为成长型公司，它们也的确未能出具很好的财务成果，甚至有些还不及30家道琼斯工业平均指数的水平。将其市场价格与收益进行一下对比就会发现，真正的增长所带来的财务回报并非投资者关心的主要问题，无论从哪个方面来说都是这样。事实上，这表明投资者更感兴趣的不是该股票是否增长，而是该股票是否热门。

记住1955年底的道琼斯工业平均指数的卖出价格是1953年—1955年期间收益平均数的15.3倍，在此前提下，注意以下3个事实：

1. 安德森所列的25家公司中只有3家公司（国家钢铁公司、佳斯迈威公司和加州标准石油公司）的市盈率低于道琼斯平均水平——这充分证明了由投资者造成的价格上涨的压力。同时，尽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

管由于各种原因上述3家公司的股票可能不那么热门，但如果将这3家公司作为一组的话，其财务成果基本相当于平均水平甚至高于平均水平！

2. 通用汽车公司、美国钢铁公司和佰利恒钢铁公司在1955年底的卖出价格也低于1953年—1955年收益的15倍，尽管这3家公司的财务成果无疑都非常不错。

3. 在安德森所列的25家公司中，有12家公司的卖出价格高于1953年—1955年收益的20倍，即使这一组中有些公司的财务成果显然低于平均水平，如联合碳化物公司、赫尔科利斯炸药公司和大陆石油公司。

当然，在有些情况下，与收益相关的股票市场价格也符合其真正的成长型特征。因此，斯科特纸业公司、杜邦公司、IBM公司和陶氏化学公司（正好是我们列出的33家公司中卖出价格最昂贵的4家公司）的市盈率非常出众——相当于1953年—1955年平均收益的30多倍，也是理所当然；它们显然符合我们的定性标准，无论以任何标准来衡量，其财务成果也要大大高于平均水平。但是在其他许多情况下，投资者将某些股票的价格炒得非常高，从其当前收益和增长潜力来说都可谓名不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

副实。

从我们拥有的大量相互矛盾的证据来看，投资者是否有可能在寻求价值时找到某种指南或基准？他如何在一组市盈率广泛分散、但财务成果都同样出众的公司中做出选择？他如何能够确定相当于1953年—1955年收益的14倍的通用汽车公司，是否要比相当于该收益近40倍的陶氏化学公司的股票更值得买？或者购买西屋电气1美元的收益是否值得花费比购买通用电气1美元的收益贵将近1倍的价钱？

要解决这些问题可能有一个要求，即我们要放弃传统的市盈率的价值衡量标准。即使我们提出的方法为投资公众所接受，也很难将市场兴趣的焦点从成长型股票转移到成长型公司上。那些价值被低估的成长型公司的管理层倒不妨利用该方法作为获得投资者更多认可的有效工具。

寄期望于未来增值而进的选股任务包括两个部分。投资者必须在两个方面非常满意：

（1）该公司的盈利能力可能持续增长；（2）在购买时该股票的定价必须足够低，这样盈利能力的增加才有可能反映在股东的价值升值上。

当然，我们在对公司（而不是股票）进行定性分析时，事实上已经讨论了第一部分；收益和股息的持续

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

上升趋势（它们反映了动态管理的最大潜力，使公司受经济波动的影响相对较小）当然应该能够表明公司未来的盈利能力将持续增长。

现在我们要关注的是第二部分，要对股票市场价格进行统计分析来确定它是否被高估，并导致未来增长大打折扣（这种情况常常发生在股票过热的时候，当所谓的成长型股票并不符合真正的成长型特征时尤其如此），以此来决定这只股票是否值得一买。

但是如果投资者只根据该股票的卖出价格与收益之间的倍数来决定它是便宜还是贵，那他就忽略了一个最主要的因素——对成长的发现。在任何一个时间点的收益情况是一个静态的概念。因此它们只与成长型公司的估值部分相关。投资者应该关注的，是两个时间段之间盈利能力的变化。

因此，我的建议是，价格与收益增幅的比率可能要比传统的市盈率更有意义。投资关注的是未来；对未来的准确评估必须基于目前的形势并把握住未来发展趋势；这应该是看待此问题的一种观点。例如：

我们杜撰两只股票，沉木公司的股票卖出价为20美元，激升公司的股票卖出价为30美元。如果当前收益都是每股2美元，那么沉木公司的卖出价是收益的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

10 倍，显然看起来要比激升公司的股票便宜，后者售价为其收益的 15 倍。但是如果 5 年前沉木公司的收益是 1.60 美元而激升公司当时的收益不过是 1.00 美元，那么这样看来沉木公司的收益增幅为每股 0.40 美元，卖出价是其收益增幅的 50 倍，而激升公司的收益增幅为每股 1.00 美元，其卖出价仅为收益增幅的 30 倍。这样一来，激升公司的股票显然更值得购买。

如果投资者认为两家公司在未来都会以与过去相同的速度继续增长，那么显然是激升公司的股票更便宜。5 年以后激升公司的收益将增加一倍，为每股 4 美元；这样看来，其当前 30 美元的价格只是未来收益的 7.5 倍。相反，沉木公司 5 年以后的收益不过是每股 2.50 美元，因此其当前 20 美元的价格是其未来收益的 8 倍。

相对于更为传统的市盈率所显示的价值而言，价格与收益增幅的比率让某些股票显得更便宜而某些股票显得更贵，从表 2—2 可以直观地看出这一点。（这里列出的数字仅为举例说明之目的。如果真的要严谨地使用该方法，当然还需要考察任何意外情况下的收益增长记录——例如大额的一次性政府合同等等，并进行必要的调整。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



表 2—2　　10 只股票的价格/收益增幅的比率

	将 1955 年底的股价作为乘数	
	1955 年底的收益	1947 年—1949 年到 1953 年—1955 年之间的收益增幅
IBM	36.5×	99×
杜邦公司	32.3	61
斯科特纸业公司	30.4	59
国家铅业公司	26.4	41
康宁玻璃公司	28.4	38
哈特福德火灾保险公司	17.3	640
大陆石油公司	22.6	550
彭尼公司	18.7	382
亨伯石油公司	24.2	210
联合碳化物公司	28.6	159
道琼斯工业平均指数	15.3	53

从表 2—2 可以清楚地看出，如果投资者使用价格与收益增幅的比率而不是更传统的比率的话，他对于问题的看法将截然不同；根据新的标准，财务成果较好的公司价格明显更有吸引力，例如国家铅业公司和康宁玻璃公司。但是还应注意的是，正如表 2—3 所示，某些股票在 1955 年底的价格以两种标准衡量都很便宜——其解释很可能是这些股票的热门程度相对较低，这样看来也没有必要进一步改善我们的方法了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表 2—3　　根据市盈率以及价格/收益增幅这两个比率均被低估的股票

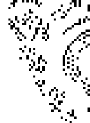
	将 1955 年 12 月 31 日的股价作为乘数	
	1953 年—1955 年的收益	1947 年—1949 年到 1953 年—1955 年之间的收益增幅
佰利恒钢铁公司	11.0×	24×
美国钢铁公司	12.9	25
通用汽车公司	14.5	31
加州标准石油公司	13.5	39
新泽西标准石油公司	15.8	42
佳斯迈威公司	14.3	51
美国石膏公司	16.3	51

简言之，当市场的增长先于盈利能力的增长时，价格/收益增幅率的确能够为我们提供一个全然不同，可能也更真实，或者至少更有用的全景，且在相反情况下该比率也不会扭曲。

那么，将价格/收益增幅率实际用于我们选择未来增值的股票的第二部分任务——换句话说，在考虑到一家成长型公司的股票当前价格，用来确定其是否也属于未来增值的股票——其有效性如何呢？

基于我们取样的33 家公司在 1952 年底的数据进行测试，我们能够得出较为明显的结果。为了展现这个方法的第一部分，我们将对样本进行梳理，挑选出拥有最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



持续的收益和股息增加记录，且保持或增加净值收益情况最好的公司。从这一组公司中，选出5家价格/收益增幅比率最低的公司和5家该比率最高的公司——换句话说，选出5只最便宜的股票和5只最贵的股票——就像我们在实际购买时一样。此时截止到1955年底的情况对比见表2—4（这些公司是按照1952年底价格/收益增幅比率的升序排列的）。

表2—4　　所适用的价格/收益增幅之间的比率

	1952年12月31日到1955年12月31日收益增加的百分比
1952年最便宜的5家公司	
佰利恒钢铁公司	221%
美国钢铁公司	183
通用汽车公司	108
利伯—欧文斯—福特公司	114
新泽西标准石油公司	96
平均数	114
1952年最贵的5家公司	
国家铅业公司	160%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

续前表

	1952 年 12 月 31 日到 1955 年 12 月 31 日收益增加的百分比
西屋电气公司	25
陶氏化学公司	45
阿美拉达公司	0
IBM	116
平均数	69
道琼斯工业平均指数	65

尽管这一测试的时间段相对较短且有着种种特殊情况，其结果仍然保持着高度的一致性。可以看出，整体来看，根据价格/收益增幅率得出的股价最便宜的公司，在业绩方面远远超过了那些股价最贵的公司。此外还须注意，5 家股价最便宜的公司全都超过了道琼斯工业平均水平，而 3 家股价最贵公司的成绩非常糟糕。

当然，名单中还有少数几家公司的股票根本不符合成长型的定性标准，却和那些最好的成长型公司的股票一样显示出增值潜力。这强调了一个事实，即没有哪一种统计分析是完美的或者能够独立使用的。在购买股票时，对个例情况的考察也应该是做出决策的一个因素。但至少这个方法比认准了所谓的成长型股票然后向股市里扔钱有效得多。的确，安德森本人的数据也证明了这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一点。从1936年到1945年，他列出的25家收益型股票的业绩要高于他列出的成长型股票。就他考察的整个时期（1936年—1945年）来看，他的成长型股票整体上的业绩都被诸如固特异公司（Goodyear）、佰利恒钢铁公司、贝亚特丽斯食品集团（Beatrice Foods）和Tru-ax－Traer煤炭公司等“非成长型”公司的股票赶超了。

这是一个教训。在投资过程中，没有什么比发现一直被低估的股票更加重要的了，无论该公司的性质如何或者其收益在过去的趋势怎样。但是只购买所谓的成长型股票往往会导致人们选择被高估的股票。

此外，投资者无法完全忽略大多数成长型股票当前非常低的收入回报——对于那些几乎根本不需要交所得税的机构投资者尤其如此。安德森所列的25只成长型股票的年收益在12年时间内没有赶上他所列的收益性股票，在14年内没有赶上道琼斯工业平均指数。截至1954年底，即使从1936年初开始计算，所有成长型股票产生的全部收益还是要低于收益型股票或道琼斯平均指数。

或者我们这样来看这个问题。1955年，道琼斯工业指数的股息相当于1947年底股价的10.2%。通用汽车公司的该数字为23%，佰利恒钢铁公司为24%，而国家铅业公司为26%。但是安德森所列的25家公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

中，有17家公司的该数字不足10%，有3家公司的实际收益还不足1947年股价的6%。

这样看来，对于那些可以再投资并获得复利收入，以及对收入需求相对较高的投资者来说，某些所谓的成长型股票的溢价非常高，并不值得购买，即使其股价涨势能够令人满意。因为分析表明，股价涨势和较高收入都能够通过适当的选择来实现——也就是说，选择那些价格/收益增幅比率相对较低的、真正的成长型公司。

“成长型公司”这个神奇的词在今天的商业世界中呼声颇高。将关注焦点集中于那些能够创造现代经济中富有活力的增长模式，或能够从这些增长模式中大大获益的公司，当然是无比正确的。但是为了避免将问题过于简单化的危险，为了使“成长型公司”这个词的使用真正有意义，就必须铭记以下3个考虑因素：

1. 成长是一个动态的概念。成长型公司绝不是经济变化的被动受益者。相反，它必须对社会中的科技或地缘政治前沿主动出击。因此，单单处于化学或电气行业内是不够的；没有哪家公司是因为和某些公司或行业的某种关系而成为成长型公司的。相对于许多化学或电气公司而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

言，像通用汽车这样的一家公司，其成长型因素（如创造市场）可能更多。

2. 认为只有成长型公司才有较高的盈利能力显然是错误的，但是盈利能力可以作为此类公司的决定性测试。只拥有在产品研发和销售方面的创造性和远大抱负还不够；能够凭借自己的创造性盈利也同样重要。

3. 某些成长型公司向股市施加的魔力让它们的普通股拥有了一种溢价，从某种统计学背景来看，这种溢价并不完全合理。投资者可能在这类股票的投资中获得不错的收益，但我们有充分的理由相信，他也完全可以通过冷静、客观地分析公司的财务成果——例如通过盈利能力增加的衡量标准所显示的那些成果——而获得更大的收益。无论在这一领域进行什么样的研究，我们永远要强调以公平价格买入股票；如果你盲目买入，顺其自然，等着天上掉馅饼，那绝对是走上了一条不归路。

的确，可能本章最重要的结论就是："成长型股票"这个词本身是没有意义的，判断一只股票是不是成长型股票，只能是后见之明——那多半不过是一只呈现涨势的股票而已。但是"成长型公司"的概念却可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

以用于判断那些最具创造力、最富想象力的管理团队；此外，如果它们的股票价值在一段时期内与其盈利能力的增幅之间的比率合理的话，它们就很可能在未来实现增值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第3章

ECONOMIST on Wall Street

你所知道的通货膨胀都是错的

你听到的传统智慧很有可能是错的。如果预测股票市场与经济的发展真如其他人所说的那么轻而易举，我们早就都发财了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在过去的25年里，“通货膨胀”是美国人的词汇中被用得最过头的一个。二战结束后，我们是经历过几次严重的、令人厌烦的通胀，但事实上，物价上涨的幅度和增长的速度远没有像人们大多数时候谈论的那么厉害。再者，历史告诉我们，和平时期的美国经济，即使有，也只有很小的内在的通胀倾向（或者至少告诉我们，美国有强大的反通胀的力量）。

我试图重新审视这些通胀的时期，并强调其临时性。前三节内容跨越1958年至1964年的6年时间，这段时期，通胀是人们茶余饭后的永久话题，被认为是人们购买普通股票（common stocks）最主要的原因，但事实上，这段期间，每年的生活成本也只是平均上升了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1%多一点。前三节中的最后一节，发表于1964年12月1日的《通货膨胀与股票价格：天大的神话》一文，不仅仅涉及到通胀与普通股票的关系，同时也是以一位心酸的老者以沉痛的口吻重现了在越南战争还没有升级前，还没有彻底摧毁那段本可以延续的、没有通胀的、经济持续增长的时期前的生活画面。而这一章中的最后三节则进一步揭示出，决定为越南战争投入如此大量的财力物力人力，迟迟不能果敢地决定怎样为这场灾难性的战争提供资金，这两件事，给当时的经济带来了怎样的不幸后果。

这些内容同时也揭示出了一些以传统智慧的面目出现的重要的悖论。因此，我们发现通胀与联邦政府的财政状况并没有自动的或者非常简单的关系。同时，收支赤字的来与去也似乎与国内物价的发展趋向并无特殊的关联。从投资角度而言，最重要的一点是：现有的证据表明，普通股票是一项很薄弱的抵御通胀的措施。

当然，从对过去这么多年的回顾中，我们可以很容易得出这样的结论，股票一直以来是一项抵御通胀的很好的措施，因为从长远看来，股票价格与人们的生活成本都已经上升。但是，这是一个危险的误导性的结论。

首先，这两个系列的统计关联证明不了什么因果关系。比方说，大多数小时候喝牛奶的人会比不喝牛奶的人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的寿命要长，这就意味着他们很有可能要活的足够长久，然后患癌症、心脏病，或者是其他变性疾病而死去。难道这就证明是牛奶引发了心脏病和癌症吗？同样地，我们不能够看到历史上股票价格与生活成本的发展轨迹平行增长，就草草地得出这样的结论：生活成本的上升促使了股票市场的增长。确实，我们也完全可以论证得出相反的结论。

其次也是更为重要的，一项更加细致的关于长远模式的研究表明，无论生活成本怎样，股票价格都在上升。事实上，在过去一百年里尤其是 1945 年以后的多数年份里，当生活成本处于水平位置时，股市的表现比通胀任意肆虐时更好。正如文章再三地争论到，通胀使得股票行情下跌而不是看涨。这就意味着，当你担心通胀的时候，你应该置身于市场之外，而不是一头扎进市场。当通胀袭来时，我们可能会想要拥有增值的资产，但是，（1）我们本来就是一直想要拥有这些资产的；（2）并不存在自动的方向灯，能告诉我们到哪里去寻找这些资产。

所以，也许同书中的其他文章相比，以下的这些内容更能够阐明我的基本理论：

你听到的传统智慧很有可能是错的；如果预测股票市场与经济的发展真如其他人所说的那么轻而易举，我们就早都发财了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



叫嚣通货膨胀

最近，有人担心国家会因为大家不断地谈论萧条而真的进入萧条时期。现在则出现了一个更大的危险：我们很有可能会因为不断谈论通胀而出现重大的通胀。

在美国，关于通胀没有什么是不可避免的。相反，严重的通货紧缩仍然影响着我们的生活。可以抵抗通胀压力的基本经济力量丝毫也没有丧失其力度。但是，通胀不仅仅是一个经济理论或计算结果，究其根本，它是心理状态与动机的结果。信口言谈、诽谤性的政治指控，以及对必然会发生通胀的反射性的信念，这些长期发展下去能够打破目前仍在阻挠价格逐步上升的强有力的障碍。

每当“必然会发生通胀”这种说法的拥趸越来越多的时候，我们相信每一个爱国的公民都希望别人能告诉自己，强大的反通胀力量仍然能够保护已经饱受非议的美元的购买力。

我们承认有点唠叨了。但是，必然发生通胀的支持者已经使得如此多的人开始行动，却不曾想过我们必须要努力创造新的习惯来应对经济现状。

首先，长久以来的美国物价历史并没有提供证据来证明所谓的长期通胀倾向。自从1802年以来，每年的批发价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

格水平的平均复合增长率仅仅只有0.5%。在和平时期，物价很明显地有下降趋势，只有战争会导致大幅度的物价上涨。

在二战期间，普通的物价膨胀会被错综复杂的价格和定量配给管理控制住，但这也仅仅是延缓了由战争引致的通胀，当这些控制撤除时，它仍然卷土重来。所以，在1945至1948年间批发价格上涨了50%。自从1948年以来，批发价格指数仅仅上涨了14%，也就是说每年增长还不到1.5%。值得注意的是，这次所谓的通胀超过3/4的部分都发生在1951年，与战争有关。

任何把这些事实描绘为美国长期物价趋势是上升的人都几乎没有认真客观地看待这些事实。

其次，我们必须要深思薪金水平方面的压力，因为自战争以来，这些压力明显与物价行为有着很大的关联。20世纪20年代后期的低出生率和20世纪30年代的经济萧条使得自1945年以来处于工龄期的人口数量上升得很慢。同时，出生率的增长和死亡率的下降使得非劳动人口数量大幅度上升。因此，我们自然地遭受了劳动力短缺。现在，随着战争中出生的婴儿进入成熟期，这种情况即将被戏剧性地颠倒。在1940年至1950年间，这个20至64岁年龄群的人口会增长800万，而在1960年前仅仅有新增人口670万。但是，在1960年至1970年间，这个年龄群人口会增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

长1 200万！其中大多数人会是20～44岁这个年龄段的年轻人。

在这种情况下，薪资会和劳动力极度短缺时一样大幅度上涨，这样的推测合理吗？我们深信，薪资膨胀最严重的时期正紧随而来。

第三，要支撑正在上涨的物价水平，钱是必不可少的。相对于商业活动的规模而言，资金并不像1945年—1955年这一时期那样充足。根据对所有的存款账户和银行之外货币的统计，货币供给在1945年底达到了大约1 020亿美元，在1957年底增长到1 380亿美元。但同时，衡量所有商品和劳务的生产总值的国民生产总值（GDP）从1945年到1957年由原来的2 130亿美元增长到4 400亿美元。很显然，资产的流动性明显降低，而这种流动性的降低轻易地带来了战后早期的物价上涨。

美联储的官员对于抑制通胀的态度非常坚决（有时甚至是顽固不化），更加强化了货币供给的限制，这种限制发展下去就能够限制物价水平的普遍上涨。

最重要的一点是，一个人离证券市场越远，在消费与商业决策方面，通胀就越难成为一个影响因素。

为了避免日后为厂房支付更多的钱，远在建设需求出现之前，商家们现在就会建设这样的厂房吗？为了避免在1960年或1962年花费更多的钱来购买机器和机床，他们会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

现在就囤积这种设备吗？为了提前为原材料价格上涨做好准备，他们会超出现有产量需求而永无休止地积聚存货吗？而关于关税保护、补贴、进口限额等等的呼声日益高涨，这是人们担心美国物价上涨的征兆吗？

问题的答案当然是“不”。

为了避免明天支付更多的钱，消费者会今天就存储衣服、罐头食品、家用电器、汽车和玩具吗？物价上涨会刺激消费者对日后价格的上涨的预期而促进他们的消费吗？1956 年底以来，储蓄存款上升了 20%，这代表着大家在逃离美元吗？

问题的答案是“不”。

不，尽管这个话题的讨论已是喋喋不休，商家和消费者到目前为止还是不能接受通胀的不可避免性。反之，他们紧紧抓住自己的美元，千方百计地拒绝价格上涨。

只有在华尔街（以及有电话线通向华尔街的地方），通胀才是制定决策的主导动力，不过华盛顿也正在变成通胀困扰滋生的温床。而危险就潜伏在这种情形下。如果股票和债券市场里的行动，连同高层人员杞人忧天般的呼吁，开始说服消费者和商家相信他们常规的保守政策和对美元的信心是错误的，那么，我们会遭遇真正的麻烦。接下来，所有的反通胀影响都不能阻止和扭转这种趋势。再接下来，美元会真正地崩溃。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

但是，整个事件的症结在于：仅仅只有一个脆弱的根据让人相信通胀是不可避免的，而与其相对立的力量最终和增强其潜力的力量一样强大甚至更加强大。消费者和商家的心理是很脆弱的，也容易受到极端的狂热和情绪反应的影响。事实越隐蔽模糊，心理变化的危险就越大。

我们仍然希望大多数美国人冷静明智，不会恐慌。我们还希望他们像在商店购物那样，理智地在股市做他们的交易，在关注价值、善于辨别的同时，对现实以及美元价值保持信心。

后来情况如何

从1958年底到1964年底，在1965年越南战争还没有升级前，消费物价指数总共只上升了7%，每年仅增长1%多一点。

财政赤字与通货膨胀的相互关系

对金融刊物和许多议会辩论不经意的一瞥就能发现一个广泛流传的信念：联邦的财政赤字会自动地导致物价水平的通货膨胀。尽管观察家们可能会在这是不是一个可取的结果的问题上产生分歧，但是我们惊奇地发现，对于这种假设的政府财政赤字与商品和服务价格上升趋势之间的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

直接的因果关系，人们的分歧几乎是很小的。

不幸的是，任何事都不是那么简单的。如果是，那么预测的艺术便远没有那么复杂、那么有挑战性。联邦财政赤字与物价水平的关系既不是直接的也不是自动的。在许多情况下，根本就没有关联可言；就算我们能够找到一个因果关系，其影响也与大多数人通常预测的大相径庭。在这里我们的目的是要表明：财政赤字怎样能够或者不能影响我们所购买的商品和服务的价格。

除去第二次世界大战期间（或战后紧接着的一段时期），当通过债务融资的巨额政府支出耗尽民用部门的财力时，当生产达到最大限度时，近来的美国历史表明，生活成本与联邦政府的财政绝对没有任何系统的关系。

在1946年至1948年间，1950年至1951年间，1956年至1957年间和1960年，尽管联邦财政出现盈余，物价仍然上涨了。另一方面，在1949年，尽管联邦财政出现了赤字，物价还是下降了。1953年和1954年出现了庞大的财政赤字，伴随着几乎可忽略不计的物价上升趋势。1957年出现财政盈余，但这一年的物价增长幅度却远比出现赤字的1958年的物价增长幅度要大。而且尽管1958年是和平时期出现财政赤字最庞大的一年，但其后的4年里物价水平一直保持相对稳定（其后3年都出现了财政赤字）。

其他一些历史也很能说明问题。从1897年到1913年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

间，美国的物价增长水平是 1948 年至 1962 年间的 2 倍。而且，在这 16 年间，政府有 7 年出现财政盈余，而 1913 年的国债比 1897 年的国债要低。此外，那段时期，国家实行完全金本位制，所以采用了最保守的货币政策。简言之，这说明，引起通胀的原因不仅仅是联邦的财政赤字和单纯的货币政策那么简单。

通胀是一个持续的价格上涨。价格是由供给和需求决定的。当需求的增长水平超过生产的增长水平时，价格上升。无可否认，如果政府支出扩大的速度高于税收收入的增长，或税收削减大大低于政府支出时，需求会上升。但是需求上升并不是一个预测通胀的充分根据。我们必须也要知道劳动力和资源是否充足，供给是否能够跟上需求增长的步伐。

许多人会犯的错误是把民用品供给赶不上需求的情况（比如战争时期）与需求不充分导致的劳动力与资源匮乏的情况混淆。这恰恰就是美国目前面临的问题：怎样刺激需求购买我们可以生产的所有产品？如果说解决需求大大超过供给的方法是征收更高的税款和降低政府支出的话，这就相当于给一种病因和症状完全相反的病开药方，这个药方不可能是正确的。如果通胀终归是供给与需求的问题，那么，如果我们的生产能力完全发挥出来，不管是何种来源，所有的需求增长都会导致通胀。因此，即使没有削减

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

税收，如果商家掀起了很大的投资热潮，或者是消费者积极地疯狂购物，通胀还会发生，换言之，消费的资金支持仅仅是间接地与通胀后果相联系。最关键、最重要的考虑因素是需求与供给的关系、生产与消费的关系、未交货的订货总额与生产计划的关系。

1956 年至 1957 年的经历很清楚地阐明了这一点。那时经济上几乎没有多余的能力或闲散的劳动力来扩大生产。这两年期间，经济增长了 5%。这是华盛顿出现赤字的结果吗？相反的，1956 年的财政盈余是 57 亿美元，1957 年的财政盈余是 20 亿美元。但是，其余的经济部门快速地增加了支出，尤其是在商业部门。在这两年里，商业部门在项目上的支出超出了计提的折旧，获取了 450 亿的收入。因此，尽管政府通过征收多于支出费用的税款来抑制购买力，但物价仍然上涨了，原因在于私人行为上的“透支”性通胀。

在另一种关系，1956 年至 1957 年的经历也能说明问题。这段时期引起的物价通胀仅是昙花一现，尽管 1957 年后反复出现财政赤字。除了承受巨大压力的战争时期之外，在我们这种生产力非常高的经济情况下，供给几乎不会远远地滞后于需求。快速的经济增长导致了生产计划的扩大，而且接着很快会导致物价稳定甚至是物价疲软。事实上，这正是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

近年来商家们正极力应对的一个主要问题。

因此，政府的财政赤字与通胀的关系不是自动的因果关系而是一种巧合。当经济处于全速前进的状态时，就必定会有通胀的问题。像我们现在这样，经济疲软，出现闲置的工厂和闲散的劳动力时，通胀也不过仅仅是种学术研究上的兴趣而已。

当然，我们面临的通胀困扰的危险会挡住我们的道路，阻止我们迫切地采取必要行动刺激生产与就业的增长。商家变得胆怯，消费者变得谨慎，盈利减少，工人不肯妥协，这些都是太少的而不是过多的商业活动的征兆。要是通胀还发展下去，我们有办法抑制住它，而且，在我们的经济环境下，任何情况下它都倾向于自动痊愈。但是，如果生产与就业仍然继续远远滞后于其潜在能力，我们就真的会被自己压垮，走向崩溃边缘。

后来情况如何

1963年春，我写了以上内容；1965年底，越南战争升级，真正地拖住了经济。在此期间，尽管1964年的财政预算赤字达到了将近60亿美元，消费物价指数仍以每年不到2%的速度增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

通货膨胀与股票价格：天大的神话

通胀再一次成为谈论最多的话题。这是一系列影响造成的：底特律工资率协议书的出现、有色金属的价格上涨、税收削减、欧洲物价的普遍上升，因为人们就是这样的，这是思维习惯的强大力量所导致的结果。

读者一定要知道，这么多年来我们一直把物价增长的范围和速度控制在最低的程度。同时我们也强调，上升的物价对股票市场的影响并不如相对稳定的物价的影响大。历史已经证明了这一点，因为在过去的 10 年里，生活成本的增长速度每年仅为 1.1%，而这段期间的股票价格则翻了一番还要多。

我们仍然相信关于通胀的谈论有点过了头，尤其是考虑到国内外金融主管当局最近所采取的措施。而且，我们仍然相信商品与服务价格的普遍加速增长所造成的结果是出售普通股票，而不是购买普通股票。

任何一个知道自己在做什么的商家（一些高层管理人员都承认不知道自己在做什么）在他的顾客不愿意或负担不起更高的价格，或是他的竞争对手以更低的价格抢走他的顾客的时候，都会避免抬高其商品价格。那么，只有当需求过剩，竞争商的急需商品生产或是急

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

需品的替代品满足不了需求时，价格才会上涨。

近年来，尽管扩大了需求并辅以削减关税政策，物价在许多地区一直很稳定，甚至在一些重要工业领域内物价还出现了下跌，例如化学工业、轮胎制造业、电气设备、汽油和造纸业。当然，原因就是来自国内外的竞争压力和超额生产能力——美国的商人也竭尽聪明才智研制出更加价廉物美的产品从竞争者手中挖走更多的生意。此外，工资率增长相对缓慢，而相应的生产率却发展迅速，这就不断降低了商家单位产量的人工成本。

在这些情况下我们看不出有什么理由去期待任何重大的变化。生产能力扩大的重点在于提高生产效率、降低劳动成本，这种情形下，生产能力一直在飞速发展。1962 年至 1964 年间，工厂与设备成本总共为 1 200 亿美元，而在过去 3 年里的工厂与设备成本仅为 1 020 亿美元。仅 1965 年的支出就有望超过 460 亿美元。那么，生产能力扩大与不断引进节省劳动力的设备带来的竞争压力很有可能不会让大多数企业管理层提高价格，或者至少不会提高到足以造成通胀的程度。

同时，尽管需求仍在扩大，但是增长速度很慢。据最可靠的估计，1965 年的商品与服务的需求增长仅仅是我们今年达到的增长速度的一半多一点。尤为特别的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是，用削减税收来刺激中低收入家庭的措施会因1964年扣缴税款不足和现在分期付款的沉重负担而效果不明显，而现在的分期付款则以每年600亿美元的比率增长，几乎是税后私人收入的14%。而美联储想要平息货币供应的急切心理是另外一个抑制需求的因素。

这些数据表明了正在逐渐升温的对物价上升的抵制心理。因此，价格不会增长，如果增长了，销量会下降，生产与就业的缩减也会随之而来。不论发生哪种情况，利润都会下降，不容乐观。这就是为什么我们会首先把出售普通股票而不是购买普通股票看做通胀的征兆。但是我们会认为这也意味着多数行业在对待工资率协议书方面不像汽车业那样慷慨。事实上，如果结果证明是这样，我们会期待着经济回升会因物价和利润率更强的稳定性而更好地持续下去。

事实上，我们坚持认为能够找到比通胀更好的理由来为购买普通股票辩护，对普通股票来说，通胀时期经常是很艰难的时期，尽管很多人仍然深信他们必须要通过购买普通股票来抵制通胀。基于这个原因，我们再来回顾一下1946年以来的状况：

- 1946年至1964年的18年的时间里，消费价格指数上升了3%甚至更多，股票价格每年的平均增长速度仅为4.3%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

- 在消费价格指数增长不足3%的13年间，股票价格每年的平均增长率为12.5%，几乎是通胀更严重时期的3倍。

- 生活成本上升最快的1947年也是战后股票价格下降最严重的一年。股票价格上升最快的1955年，消费价格却没有变化。

- 1953年以来消费价格指数的增长仅仅是越南战争后1945年到1953年间增长的1/3。但是，1953年以来股票价格的增长却是1945年到1953年间增长的4倍。

- 不管怎样，股票价格减弱了通胀的影响：平均看来，普通股票的销量是1945年水平的5倍，而生活成本仅仅是翻了一番。

简单地说，通胀几乎不会增加或减少股票作为一种投资方式对人们根本的吸引力，而很明显的，股票在过去物价相对稳定的大约十年间里一直是很火爆的一种投资方式。

但绝不仅仅只有美国才有这种现象。对过去3年中带有严重通胀的欧洲经济的分析（如表3—1）也显示出了一系列类似的特征：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表 3—1　　1961 年—1964 年欧洲经济分析数据

	百分比变动 1964 年 8 月百分比相对于 1961 年平均百分比	
	生活成本	股票价格
意大利	+20	-49
法国	+13	-18
荷兰	+13	-8
瑞士	+12	-31
英国	+12	+17
比利时	+9	-2
德国	+9	-11
美国	+4	+24

当然，在无通胀时期，美国的股票市场活跃蓬勃，尽管在 1962 年出现了断层。而在欧洲大陆，通胀中的普通股票只是很薄弱的一项保值措施。实际上，此表格表明，在通胀最严重的两个欧洲国家，比通胀最轻微的两个欧洲国家更不适宜持有普通股票。

这些都是大量的活生生的事实。然而，对于经常对各种经济力量做思考的学生来说没有什么大惊小怪的。对于股票市场来说，通胀确实是不容乐观的，或者至少不像物价稳定时那样乐观，原因有两点：

1. 通胀会导致经济错位和畸形发展，这就会造成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



经济萧条。可能的结果就是通胀越严重，经济就越萧条。

2. 为避免这样一场可怕的灾难，政府会竭尽全力制定紧缩货币政策，保持较高利率。同时会保持甚至增加税收，而且很有可能会对一些商品税收进行直接的控制。所有这些措施都会使商品更加难以销售出去，而进行生产所需的资金支持更加难以得到。

总而言之，就是因为通胀预示着企业盈利能力减弱的不祥后果，通胀是购买普通股票的一个很牵强的理由。稳定物价水平下的缓慢扩展在延缓投机过度方面有很大的优势。而这种投机过度总是预示着一个终结的开始。

事实上，我们对1965年的认识是这样的：在整个经济范围内的需求扩大比1964年的要少。同时，随着新型高效生产能力的不断出现和劳动力规模的飞速发展，我们也看不出丝毫由成本带来的压力上升。这就为政府将要讨论的财政刺激模式提供了很好的环境。

出于所有这些原因，我们认为，经济活动持续增长（如果能平缓地增长）的可能性比较大，在很多情况下，至少企业盈利会增长。但是另一方面，虽然不太可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

能发生，万一通胀的压力持续增强，或是政府进一步屈服于诱惑而过早地采取反通胀措施，我们会建议抛出普通股票。

后来情况如何

在1965年秋天以前，经济一直保持强势，各方面发展均衡。同时，与越南的敌对关系升级，这已经成为约翰逊政府公开声明的目标，预期在之后的一段时间内国防支出会有大幅度增长。1966年的消费价格指数上升了大概3%，以后更是加速发展。股票价格在1965年底与1966年秋之间严重下跌，而且在将近两年时间内并没有回复到1965年后半年的价格高度。随着通胀愈演愈烈，且并没有被1968年采取的附加税政策抑制住，股票价格再次下跌至1969年的熊市水平。1966年后股票价格下跌最严重的时期是1967年，当时经济增长受1966年的财政困境影响，发展相对缓慢。

因此，我们所讨论的关系在随后的四年半的时间里都没有发生变化。通胀仍然是股票市场的艰难时期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

再看通货膨胀

既然最近每个人都成了通胀的专家，我们觉得读者们可能很愿意通过下面一个有关这个话题的小测试来检测一下自己。下面是一组单选题，请根据每题的具体情况从 A 或 B 中选出你认为正确的答案：

什么情况下物价会加速增长……

1. 当商品和服务需求扩大

A. 迅速　　B. 缓慢

2. 当失业率

A. 下降　　B. 上升

3. 当货币供应增长

A. 迅速　　B. 缓慢

4. 当公共债务和私人债务扩大

A. 迅速　　B. 缓慢

5. 当制造能力的利用率

A. 高　　B. 低

6. 当制造商未完成的订单数量

A. 增加　　B. 下降

如果对这些问题的所有答案都是 A，那么你可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

能只能得零分，因为近年来的历史显示每个问题的正确答案都是 B。表 3—2 的数据将会为此做出说明：

表 3—2　1957 年—1961 年与 1961 年—1965 年数据对比（1）

	年增长百分比（%）	
	1957—1961	1961—1965
衡量价格变动的因素		
消费物价指数	1.3	1.3
国民生产总值物价折算指数	1.8	1.5
经济形势		
国民生产总值（当前美元价值）	3.6	6.7
国民生产总值（1958 年美元价值）	2.3	5.2
失业率	12.9	-8.0
货币供应	1.7	3.6
未偿债务总额	5.4	7.4
制造能力平均利用率	下降	上升
制造商未完成的订单	-2.5	7.4

由此可以看出，后期的通胀并没有增强，并且根据全面的国民生产总值物价折算指数的衡量，很有可能比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



前期要缓和，即使在1961年至1965年期间需求量急剧扩大，失业率没有上升反而下降了，货币供应量和债务也急剧上升，制造能力利用率和未完成订单都在上升而不是下降。

但是这个小测试还有另外一部分：当生活成本（ ）时，股票价格上升更加迅速？A. 快速上升 B. 缓慢上升。问题的正确答案还是B，尽管这有悖于公共舆论所相信的。正如我们在另一篇早期的简报（1964年9月1日）中所详细指出的，还有在8月10日的《华尔街日报》上所证明的，二战结束后所有股票市场为牛市的年份，除去1951年这个例外，都是生活成本稳定或增长率最多为1%的年份。

在生活成本上升最剧烈的1946年至1948年期间，股票价格仅仅上升了5%；在生活成本增长幅度最小的1954年至1956年期间，股票价格上升了50%。所有这些都由欧洲的经历得到证实，在欧洲，物价膨胀程度是我们的3倍甚或4倍，并且随之还有普通股票价格的长期大幅度下跌。

简言之，对这个话题的过度简化很可能是错误的，甚至是危险的。通胀的起因和后果是很复杂、很隐晦的，不像华尔街上的随意之谈所表现的那么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

简单。

尽管没有确定的方法，我们也许能找到一个可行的答案来解释，为什么在通胀压力远不如1961年至1965年期间那么巨大的1957年至1961年期间，商品和服务的价格增长幅度会如此之大。表3—3会阐明这一点：

表3—3　1957年—1961年与1961年—1965年数据对比（2）

	年增长百分比（%）	
	1957—1961	1961—1965
制造业的小时工资率	3.2	2.7
每工时非农产出	1.8	3.3

因此，随着早期工资增长快于生产率增长，单位产出的劳动力成本的增长明显高于接下来四年的增长幅度。而这又具有讽刺意味：谁会在失业率上升的时候比失业率下降时更期待着工资会增长呢？

这些数据表明了经济进程中不同领域间的巧妙的关联。将减税政策（包括投资信用）与扩张型的货币政策联合起来会确保后期商品与服务需求的急剧增长。这反过来会创造有利环境，让商家乐意冒险投资固定设备，而这反过来又会大大提高生产率。而随之必然发生的成本压力的缓和就意味着物价更加稳定，这就会缓和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

工会联盟增加工资的要求。

在当前的局势下，通胀的基本状况正由于工会联盟的激进立场而恶化。在某种程度上，这仅仅是最近几个月来生活成本稍微上升的结果，更主要的原因是在1961年至1965年基础上企业利润膨胀程度的快速增长。指导方针的流产是对未来事物的不祥预兆：经济增长缓慢的情况下，工资与物价可能会像1957年至1961年期间所发生的那样再度回升。的确，过度受限的财政和货币政策会阻碍商家投资固定设备，而固定设备对降低成本和提高劳动生产率是至关重要的。

经验与逻辑都告诉我们，在当前环境下，基础行业公司的普通股票几乎不能够回升到原来的价格高度。这些公司必须要找到避免通胀的措施，而通胀与他们的财富几乎没什么关系。事实上，就是这种模式一直贯穿于今年，无论是好的月份还是糟糕的月份。

而这使得投资者的使命更加复杂。但是，这篇文章的主题是要证明一个残酷的现实：在这个世界上没有什么事情是简单的！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

后来情况如何

道琼斯工业平均指数代表着我们的经济当中大型基础行业公司的股票表现。但本篇简报发表后，它在恢复后的市场中再也没有恢复到1966年早期的价格高度。另一方面，成长型公司、科技领先公司、新兴小公司以及特殊情形下的公司股票——这些都与通胀无关——在接下来的两年中获得了巨大的发展。

税收能够并且应该抑制通货膨胀吗

政府极力鼓吹征收所得附加税，与之对应的是普通民众对所得附加税法案是否能通过表现出的漠不关心。

总统和福勒（Fowler）先生一致争辩道，对于扑灭刚刚点燃星火但是很快便会呈燎原之势而无法控制的通胀，征收所得附加税至关重要。然而，那些运用全面复杂的经济模型进行商业预测的经济学家们却对此有异议：他们的预测说明，增加税收对于预期将要上升的商品价格和生活成本而言，如果有作用，也只有很小的作用。

为什么这些模型会得出这样一个自相矛盾的结论呢？对于未来，它们又为我们提供了什么值得借鉴的看法？

对于所得附加税是反通胀的一项措施的说法，人们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



的怀疑最普遍地基于这样一种强烈的预测：如果通胀是成本造成的，也就是工资增长高于生产率，那么无论消费者拿回家的工资或是企业的税后利润是怎么使用的，或是政府的支出水平如何，国家有什么样的预算，都会促使物价上升。

这个论点有很多可圈可点的价值。战后历史表明，物价上涨时期都具有其不可避免性，会一直延续，直到最终有彻底的抵消力量将其压制下去。但是事情的结果总是和我们所预测的有所出入。

图3—1说明的是自从1948年来利润和制造业产品价格的变动，同时也表明了劳动力成本与制造业产量之间的关系。垂直虚线分别将上面两个系列的主要低点与其下方的直线相连，帮助大家分辨出领先点与滞后点。

这种模式很清楚明了。我们从图3—1中能够看出来，促使物价上升的是利润而不是劳动力成本，因为在物价上升之前利润上升就已经有所抬头，而确实，在工资比产量增长要迅速之前，物价就已经开始上升。换言之，利润激增带来的力量似乎会导致物价膨胀。这反过来又会使得劳动力想要赶上利润和生活成本的增长幅度，所以造成利润缩水的因素就显现出来了。也许最重要的是，这幅图表明了单位产出的劳动成本只有在物价停止增长之后才会稳定下来或有所下降，这就意味着利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

益率只有在扼杀通胀压力之后才会有一个飞速的提高。

当然，这有点过于简单化，因为它省略了很多其他起作用的因素。例如，1957 年到 1958 年之间利润有很急剧的上升①，随之而来的是单位产出的劳动力成本的上升，但是物价并没有很明显的增长（有没有可能是因为这段时期具有 1959 年的初级信贷危机的特点?）

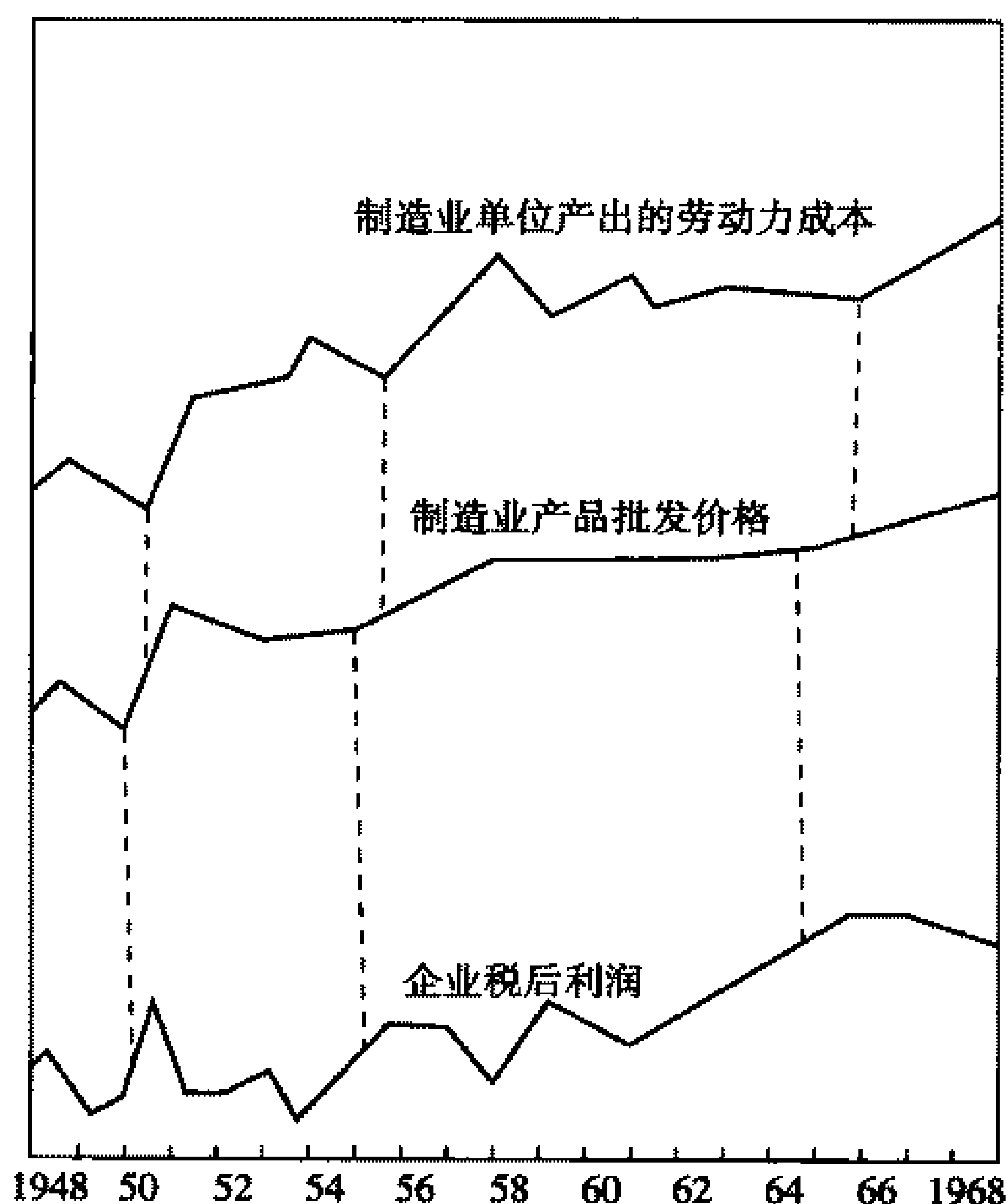


图 3—1　1948 年—1968 年制造业利润、价格与劳动力成本变化

① 根据图 3—1，1957 年到 1958 年之间利润应呈下降趋势，本处内容原文可能有误。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



但是，这些基本模式几乎无可争辩。在物价真正增长前，1966年早期没有能够增加税收，政府提供了充足的时间让整个经济进程自行发展，一直发展到我们目前所处的形势。此外，他们本身应对过于简单化地机械联系了预算赤字与物价膨胀负有责任：1950年物价急剧增长，当时财政预算从50亿美元的赤字转为将近200亿美元的盈余，但是在1955年至1957年间物价急剧增长时并没有伴有预算盈余。

当然，那些相信货币政策会提供所有答案的人们有他们自己的过于简化的方式。货币供应（包括商业银行的定期存款）在1950年增长了3.6%，而在1955年与1957年之间仅增长了2.4%。1965年的货币扩张仅比前一年稍快，但比1966年要慢很多。另一方面，在物价稳定的1951年至1954年期间，货币供应以平均每年4.3%的速度增长，在1959年底至1965年底这段期间更是以每年平均7%的速度飞速增长。这样，如果我们减少货币供应，我们也看不出物价膨胀会减缓，我们可能会预测出相反的结果。

当我们已经看过了这么多的数字和它们相互的关联，尝试梳理我们所看到的一切的时候，我们发现自己正面对着一系列令人不安的悖论：利润似乎会促使物价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

和劳动力成本上升，而不是相反，利润的快速增长必须要在劳动力成本和物价平稳之后出现。另外，当经济受到扩张的货币和财政政策影响时，物价似乎比在更加保守的政策下要更稳定。

战后历史告诉我们，物价急剧上升时期趋向于昙花一现，供应会上升以满足需求，美国商家在抵消上升的劳动力成本方面很有创意，生产率、扩张和创造市场都是我们最突出的才华所在。这就是我们所需要的环境。所以，压制这些因素的危险性要比通胀的危险大得多。

1969 年，我们可以像 1968 年那样迎头痛击吗

尽管 1968 年充满了刺杀的恐怖与暴力的威胁，但在许多方面却是充满惊喜的一年。没有任何先兆的，总统在 3 月底逐步降级战争，宣布他决定不会继续进行这场战争。国际货币体系曾两次摇摇欲坠在崩溃边缘，但在年底前恢复活力与机能。当所得附加税政策通过时，许多对美国人自律性的怀疑（尤其是在选举年份）自然烟消云散了。当附加税显现出很小的而不是很大的影响力时，对于经济过度杀伤

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

力危险的怀疑也自动消除了。我们荒唐的选举制度经受住了很多人担心它会惨遭失败的重大考验。正如我们一年前的简报上所预测的，债券持有人居然还在部分时间里逍遥自在享受新年，这让多数人大吃一惊。

就是这种模式暗示了我们题目所含的问题。我们面前的形势会像1968年那样令人欣喜吗？限于绝境之中，除了那些可怜的债券持有人，多数经济部门期待着1969年会是喧嚣热闹的一年。如果历史可以借鉴，这就意味着只有债券持有人才能拥有惊喜。与去年不同，良好的发展劲头已是其他所有人的期待，即便出现也不会有任何惊喜。

在最近的一次发言中，来自所罗门兄弟和赫兹勒公司（Salomo Brothers and Hutzler）的西德尼·霍默（Sidney Homer），在我们看来，很有说服力地阐述了我们对于当前形势的怀疑。他谈论到当前的一系列期待：经济大繁荣、快速通胀、信贷需求增长、黄金储备下降、利率增长、债券价格下降、股票价格上升、机构偏爱于购买股票……这些都不会无限制地发展下去。这是因为人们有理由怀疑存在长远意义上的不相容性，这种不相容性在某个时间会迫使经济在两个不同趋势之间做出选择。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

债券市场士气低迷，这在更深层次上概括了整个问题，反映出所有不同身份和地位的投资者都想要拥有股本而不是固定币值证券的强烈欲望。企业现在会嘲笑债券怎么仅仅只有7%的投资收益，但在还不到15年前，债券有不到4%的收益他们就欢天喜地了，高于5%的收益时他们就已经吓得魂飞魄散了，看到这些，不免有点讽刺意味。当然，态度的转变是受到了过去15年经济环境的影响，尤其是过去通胀愈演愈烈的3年。但是真正的问题仍然是霍默先生提出的那个问题："通货膨胀与上涨的股市会和下跌的债券市场长期共存吗？"

在这里，我们必须要分辨清楚。如果债券购买人说，"我们会继续购买债券，但只会在比当前价格更低的情况下购买"，那么债券市场仍然会很好地存在下去。但是，如果他们说，"我们永远不会再买债券，不管提供的价格有多低"，那么债券市场就不会存在了。这就是当前债券市场巨变所存在的巨大危险：我们只有卖家，没有买家。

但是在1967年，685亿美元的新发行证券中有29亿美元是通过债券形式实现的！此外，联邦和地方政府还新发行了价值436亿的美元债券，并未通过其他外部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



的资本筹措渠道。而由企业筹措的几乎90%的非银行外部融资也是以债券的形式实现的。

事实上，这其实意味着投资者对债券的逃避是与通胀经济的发展和欣欣向荣的股票市场不可兼容的。

通胀意味着国民生产总值的美元价值比商品与服务产出的实际增长速度要快。但是产出的美元价值增长是需要资金支持的，通胀越严重，资金需要就越大。如果我们有效地淘汰债券市场这一最主要的融资渠道，产出的美元价值也不会继续增长。通过增加商业银行的可贷资金打开货币供应的渠道只会加剧对通胀的预期，加速债券市场的死亡。然后，最终产出与价格二者之中会有一方下降，甚至更糟的是两者都会由于融资能力的阻滞而下降。

当然，在没有债券市场和银行的情况下，如果我们逐渐地借助于股本融资，或是我们给债券持有人那种可以称为股本“甜味剂”的东西，我们就能够为产出的美元价值增长融资。那么实际上，通胀将继续发展下去，但是仍然坚挺蓬勃的是债券市场而不是股票市场。在股本方面，供给会比需求增长得要快。换句话说，让我重复一下霍默先生的理论：股票市场景气、债券市场看跌、物价膨胀，这三种情况是不可兼容的：总有一样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

要让步。

如果我们没有债券市场，通胀很有可能会因缺乏融资而变成通货紧缩。如果我们借助于股票市场来融资，通胀可能会继续发展下去，但是股票会最终被证明是一项失败的防范措施。事实上，唯有在一切变得混沌之前就采取行动遏制住通胀，我们才会拥有生机勃勃的证券市场。

那么，在我们面前有三种选择：（1）债券市场必须着手在当前水平附近吸引买家；（2）必须要通过强劲的新的股本融资来遏制住通胀；（3）由于缺乏融资，经济会陷入危机的边缘。不管你怎样解决这个问题，这三种可能都表明债券（和与债券价格变动相一致的股票）在当前很有可能是最吸引人的投资方式，而反复无常的股票则可能不像一年前那样受欢迎。

第一种可能性无疑是最受欢迎的一个，前提是近期内人们对于通胀的预期将会减弱。这显然是目前美联储和财政部争取实现的目标。我们相信他们会成功，尤其是如果我们能够结束越南战争的话。无论我们各自相信什么，这确实是让我们1969年能够过得快乐的一些必要条件。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

后来情况如何

长期利率在1969年的前3个月里迅速增长，然后在接下来的几个月里趋于平缓并开始下滑，尽管短期利率继续增长。另一方面，股票市场在1969年里尤其是在大量的新发行股票的压力之下逐渐下滑。1969年发行的普通股票高达77亿美元，比1968年发行量翻了一番，是1967年发行量的4倍。用现金购买的可转换债券的发行量达到了40亿美元，比1968年高出了25%，仅次于1967年，比1966年的水平翻了一番还要多。

所以，不受欢迎的债券市场掀起了股本融资的浪潮，该浪潮能够抑制股票市场，但是最终会减轻债券市场的部分压力，以致债券价格变得持平。我们又再一次得到了用股票市场这一“失败的保值措施”应对通胀的案例。

治疗通胀的错误处方

升起国旗，拉响警报，在华盛顿的伟大领袖已经把美国经济拖到了零增长的地步。虽然费了我们九牛二虎之力才达到目的，但他们已经取得了最终胜利。他们开

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

出了最传统的方子——提高税收，银根紧缩，并控制住了经济过热。他们的成功记录让人叹为观止。不仅实际增长被拖到零增长，失业率也上升了，住房建设也下降了，利润严重缩水，股票市场步履蹒跚，利率创出历史新高，教育经费被削减了，甚至军事也被冷落一旁，需要祈求得到一些面包屑。

真正的难题是物价也随之上升。生活成本在1968年上升了4.6%，尽管采取征收附加税和银根紧缩政策，物价在1969年仍然上升了5%还要多。而这种恶性通胀根本没有要趋缓的迹象。最近几周，钢铁、铜、铝以及许多化学制品的价格都上升了，更不用说运费、公共交通费、各州的和地方的财产和特许权税了。1965年让我们震惊：工资以每年5%～6%的速度增长，而现在的普遍增长速度竟接近10%。

简言之，如果一个人破坏了经济增长的强劲势头却又输掉了抵御通胀的战争，那么这对他又有什么好处呢？既然我们面临着遭遇经济危机的危险，那么现在是时候去反思这些政策，看看还有没有时间做出改动。仅仅修正过去的政策是远远不够的——那些在这一点上犹豫不决的人有自己很强硬的观点：我们同样需要新的政策来打败通胀，同时又不能牺牲我们繁荣的前景。

支撑这些传统的治疗通胀处方的理论是很简单、很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



有意思的。因为需求超过供给，所以物价上升。增加税收、减少政府支出、加重商家和消费者的消费负担等措施就全部用上了。很快商家发现需求减少了，他们生产的产品卖不出去了；如果他们仍然坚持抬高物价，他们的顾客就会被竞争对手挖走了。所以经济过热势头被抑制住了，价格持平了。整个过程是通过工资的缓慢增长实现的，这是因为当商家不能把增长的成本转嫁到消费者身上时，他们是很难接受这些增长的成本的。

当然，还有其他方法来抵御通胀，包括工资和物价控制或是自愿指南（欧洲国家称其为“收入政策”）。但是根据那些传统政策的拥护者的说法，这些政策干扰了市场力量的自由发展，造成了资源配置的不当与武断，因为这些方法很难掌控，违反了常规。

但是，传统抑制需求的措施的问题是它可能也不会起到其应有的作用。最终，在商品与服务需求减少的情况下，如果物价继续增长，那么再抑制萧条的经济似乎就没什么意义了。的确，财政保守主义和银根紧缩政策的高压手段在以下三点没有取得成功。

首先，对于一些重要的经济领域，这些政策似乎没有起到任何抑制作用。在这些领域，正如经济学家所说的，需求是没有价格弹性的，也就是说，消费者会不顾价格上升的事实，自愿或被迫继续消费。尤其是在服务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

业，这种情况尤为明显，由于较高的劳动力因素，无论政府对税收和利率采取怎样的措施，通胀仍然增长。消费者服务价格，除去租金，在过去的10年里上升了50%多，仅在1969年就上升了7%多，是消费者购买的商品价格增长速度的2倍（批发价在过去10年里却很意外地只增长了15%）。地铁和乘车费用、理发、家政服务、医疗护理和洗衣清洁等费用仅仅是这种现象的一部分范例。

具有讽刺意味的是，政府人员的生活成本比其他上升的都要快。政府所购买的商品和服务价格比消费者的购买价格上升了大约10%。公务员、警察、消防员、教师、垃圾收集工、市政委员、国会议员、士兵和将军，他们要求很高而且要求的越来越多。所以，国家和市政府的税收持续增长便不足为怪，也难怪总统的斯巴达式的预算会削减掉许多人认为重要的联邦活动。

第二个传统措施没有取得成功的地方是资源配置。有些人认为高税收和银根紧缩政策能够保护自由市场力量运作完好无损，也相信这些措施能够在经济生机勃勃时期显露作用，比物价和工资受控制时期增加更多的产量，他们没有能够正确地看待世界（或对世界的看法只是一叶障目）。1959年至1960年期间小额货币通货紧缩并不严重，由于房屋并不短缺，房屋建设下降。但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是在1966年供给减少，当时工业遭受了巨大挫折，当1969年状况进一步恶化时，工业还几乎没有恢复过来。现在从高收入地区到低收入地区，住房都极度短缺，这被认为是富裕社会的可耻的污点。同时，随着通胀促使建筑业工资、地价和利率持续上升，住房费用以惊人的速度增长。的确，重要商品的成本上升会很容易地在整个经济余下的范围内增加通胀压力。

不仅仅是住房遭受了传统措施的影响。降低需求，最终就会导致供给的下降。生产能力降低就意味着单位生产成本增加，抑制价格上升的压力也会变大。这种困难的处境使得企业管理层缩减了扩大生产能力的计划，所以，当政府最终允许恢复企业活动时，商品短缺已充斥着各个地方，而新的通胀迹象又迅速地显现出来。

但这并不仅仅是政府对自由市场实行传统措施，导致资源配置不为我们所希望的唯一方式。其中部分政策要求减少政府支出。所以，在华盛顿有意识的预算决策和最终无法解决的州政府融资问题这二者之间，我们正在削减教育、科学研究、人才培训、住房和面向穷人的医疗救助、面向城市的救助等费用。汽车厂、电视机厂、化工厂和钢铁厂的产量已经减少，而节省下的那些资源真的投入到教育、住房或是城区改造中了吗？当然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

没有。这一举措更进一步地加剧了失业。

传统措施的第三个也是最棘手的一个问题是，除了它没能在服务业领域控制住物价上升，还有其对资源配置造成的通胀和负面影响之外，它在应对通胀心态上有很大的风险。因为通胀不仅仅是需求超过供给，它也是一个心态的问题。美国人已经充分领教了当前通胀时期的艰难，因为这在我们近代史上是很少见的。二战结束后，尽管物价在1946年至1948年期间急剧上涨，但是之后生产迅速转入和平时期，并吸收成百万的退役士兵为劳动力，这使得供给迅速增加并在3年内超过了需求。这种模式在朝鲜战争后周而复始，不断上演。在1957年到1958年期间，在通胀还没有完全入侵前，传统措施带来了战后最萧条时期，至少3年的时间里把我们控制在最大增长势头之下。

这一次与以往不同。首先，在1965年越南战争升级前的经济繁荣时期，物价一直保持稳定，所以即使在价格陡然增长的情况下，也只有很少人预测到通胀的到来。但是由于种种原因，约翰逊总统拖延了很长时间才接受没有吸引力的增加税收政策。1966年美联储突然进行了货币供应的急刹车。然而，尽管这种制动的确有用并且物价保持了稳定（这里也不包括服务业领域），但对过度杀伤的担忧很快就导致了货币政策的缓和。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1968 年年中税收增加后，宽松的货币政策在随后的几个月里实行。

政策的左右摇摆加上需求大于供应的情况最终使美国人相信通胀是无法阻止的，现在只有人人自危。随着所有物价的急速上升，没有哪个工会领导者能够提出比自己竞争对手获得更少的工资增长的要求。没有哪个商家会推迟涨价，他们唯恐自己跟不上成本，无法保持自己的利润。通胀心态最严重、最痛苦的畸变也很明显地展现出来：今天赶紧购买，因为明天物价会更高。在某种程度上，这种心态已经控制住了消费者，在经济领域已经成为一种传染病。在经济领域，尽管有过剩的生产能力，有高额的融资成本和平稳的销售量，但是用于发展扩张工厂和设备的支出仍然继续增长。当通胀浪潮最终平息下来，这种大量的支出费用最终会被证明是不合时宜、用处不当的。

政府该怎样应对这种使得恶性通胀不断恶化的心态呢？不顾客观事实，一味地实行高压、顽固地进行抑制是不可取的。换句话说，政府必须要坚定、果敢、坚决。任何削弱政策的建议不仅可能造成通胀力量卷土重来，也会表现出他们没有认真办事。因此，他们必须要毫不迟疑地继续加大力度，远离通胀可能会逐渐减弱的想法，直到物价迅速回升到正常甚至更好的水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

但是，在这种情况下，可能会有政府用力过度的危险。如果因为通胀预期存在这种固有的危险，政府不敢妄然过快改变政策，那么他们不可避免地会陷入改变政策过晚的风险。的确，如果任意一项政策，比如说附加税，没有达到预期的效果，那么其他的政策，比方说银根紧缩政策便会被采用以发挥其作用。

因此，我们正处于这样的时刻：整体的经济活动已经停止了其正常增长水平。但是同时，私人债务达到历史新高，而商家和个人急需的流动性则处于历史新低。通过在1969年大部分时间里控制货币供应，政府使得支出融资逐渐艰难，所以，每一种可能的现金融资渠道都被尝试和发掘，而在所有范围内流动储备金最终会被耗尽。所以，随着经济活动的减弱，我们几乎不会有经济衰退的危险，也几乎不会有犯错误的余地。只有完全彻底的整顿才能够重新获得偿还债务的财产。在这种情况下，一处的星星之火也能够无限蔓延燎原。

然而，如果真正的金融危机并没有爆发，如果有可能，政府会逐步转向一个更加缓和的立场。他们无疑已经意识到自己进退两难的处境。但是传统措施的伟大战略却把他们逼到死角，他们不知道该如何脱身。

而困难不仅仅只有这些。如果一切正常发展，经济活动仅仅是减少一点，不会太多；工资合约结算会变得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

简单，不会背负失业的重大压力；物价上升会慢慢减弱，不会出现价格战毁灭性的一击；人们会意识到通胀已被遏制住，而经济还在发展。如果所有这些都发生了，我们可能会再次反思怎样恢复生产能力，怎样提高利润和提高就业率，怎样增加我们急需的教育设施、医疗和住房的经费投入。或者，我们会反思吗?

如果这次通胀热潮消退得很迅速，我们就应该重新获取经济回升需要的上涨的资金。货币要么是因为利率过高无法筹借，要么根本就没有可供筹借的资金，但是个人和商家可以不用去借，而是用自已并不充足的资金来支撑花费。如果美联储当局允许增加货币供应作为一种弥补来打破融资瓶颈，那么他们就会有这样的风险：在促进物价上涨的同时，产量也会上升。公众会把他们的决定看做是一个姗姗来迟而无任何意义的对无休止的通胀货币压力的屈服。

所以，即使我们避免了经济衰退或者更糟的事，经济恢复与我们的潜能同步增长的希望也是很渺茫的。1957 年到 1960 年期间，相似的态度开始盛行，1958 年经济萧条后的复苏由于 1959 年过紧的货币政策而流产，我们的商品与服务生产量总体上仅上涨了 7.7%，相比之下，1960 年至 1964 年却增长了 19.1%，那个时期的加尔文教思想并不像 1957 年—1960 年这么盛行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

缓慢的增长并不是什么好事。随着战后 20 世纪 40 年代和 50 年代出生的婴儿达到工作年龄，劳动力队伍迅速壮大，缓慢增长就在此时导致了过高的失业率。此外，大概 80 万曾参加越南战争的士兵也会加入找工作的大军中。

但是缓慢的增长对那些急需工作但找不到工作的人来说不仅仅只意味着煎熬与震惊。每一个年增长百分点都意味着 100 亿美元的生产产值，也就相当于例如 50 万居住单元的价值，或是将近一半的联邦年预算对于教育和人才培训的支出。如果我们在 1970 年达到零增长（让我们期待着总产量不要有实际的下滑），我们就没有生产出我们本有能力可以生产的至少价值 400 亿美元的商品和服务产量，而我们本可以很好地利用这些在全国范围内提高人们的生活水平。在 1957 年至 1960 年这段期间，生产总量将近 1 000 亿美元，我们会重蹈这段时期的覆辙吗，还是在 3 年时间内以低于我们生产潜能 20% 的水平生产？

从这点来看，此时此刻，这种传统措施在没有治好病人之前就已经把他杀死了，最好的情况也是会导致长远的副作用，阻碍病人恢复健康。然而，大概两年前，对征收附加税的议论绵绵不绝，大多数经济学家不顾政治情况和对理论上的借鉴，坚持认为传统措施是当前情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



况的最好的出路。我们不明白或不能预见的是通胀心态的盛行会带来怎样的危害。这些之前都没有发生过：尽管战后对通胀的谈论有很多，但是我们几乎看不到过度提前消费和漫天要价的情况。的确，在前五年时间里，即使经济快速增长，但是物价却保持得很稳定，这样的情况只会加强这样的想法：轻微的银根紧缩和增加税收政策会迅速地缓解我们的问题。

我们现在知道的就是这种方法在人们不仅谈论通胀而且还会为之行动的氛围下是不会起作用的。增加税收，而消费者和商家会省吃俭用或借债来维持甚至增加他们的支出。不承认商业银行是贷款或购买债券的一种渠道，这些人会付很高的价钱，不惜一切代价来寻找新的方法筹钱贷出。同时他们的顾客也会不惜一切寻找渠道借钱，宁在今天购买也不等到明天。更严重的是“给我—给我”这种心态盛行，每个人都希望得到自己的劳动力、商品或服务的最高价格，以用来负担自己必须要购买的价格同样高得离谱的东西。这种过程完全是自发产生的并可以无限发展下去。

在这种情况下，政府当局除了坚定不移地继续下去，拿过度杀伤的风险孤注一掷外别无选择。但是这就意味着传统措施不再适用于我们遭受的病症。简言之，所有看到经济情况统计最表层意义的人们都会看到我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

所处的情形不再是需求大于供给，而是工资与物价仍然以惊人的速度增长。那么，我们只能够紧跟通胀发展情况，然后对物价和工资状况实施直接的措施，而不是进一步的抑制需求（并且不久之后当需求开始增长时又来压制它）。

当然这是一个事实：控制像梦魇似的难以掌控，尤其在缺少一种像二战时期那样激励整个国家的动力的时候。此外，每种控制模式都会带来不公正和不公平。这就意味着违反规则的情况时有发生，而要摆脱这种控制的压力可能会导致他们过早地松弛。然而同我们继续实施传统措施所冒的巨大风险相比，这种风险是微乎其微的。进一步说，具有讽刺意味的是，注重人道主义的尼克松政府在制定关于工资与物价决策时，却很明确地剔除了甚至是非正式和间接的任何一种措施——没有呼吁，没有指导纲领，没有对普遍盛行的这种贪婪给予任何批评。他们做的仅仅是减少支出，任人们纷纷失业。

让人们不再试图抑制物价上升，不再漫天要价（甚至超过市场承受力）的最直接的办法就是告诉他们物价即将停止增长，或者至少不会再上升得那么快。关于在提高物价方面什么是可接受并且恰当的，我们可以在多大范围内提高工资并且不给物价带来压力这两点，让我们再重新看一下这一系列指导原则。做决策时，让

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我们把经济和劳动力放在守势，而不是进攻状态。

可能会出现愤怒、不满、埋怨和纷乱，但是美国人没有那么愚蠢，他们因对以后的未知而恐惧。告诉约翰明年生活成本的增长率不是 6% 而是 3%，他会采取完全不同的应对措施。告诉他他的收入也会很缓慢地增长——但是其他人的工资也会增长得很慢，那么他会泰然接受这些。当他不再期待通胀，他就会停止制造通胀。同样地，当我们不再期待通胀时，对金融市场的曲解和紧张也会烟消云散，而即将发生的可怕的危机也会随之解除。

尼克松总统看起来像是一个实用主义者而不是一个刻板教条的人。阿瑟·伯恩斯（Arthur Burns），联邦储备委员会的新任主席，被认为有同样的性情。但是，他们没有时间来证明事实如此。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第 4 章

on Wall Street ECONOMIST

真“金”不怕火炼

黄金再也不流通了，而且这种金属已经脱离了人类贪婪手掌的触摸。在每个国家，看不见的曾经秘密居住在钱包、长袜和小盒子里的家庭小神仙们，已经被一个单纯的黄金影像所吞噬。黄金再也看不见了——回到泥土中了。

——约翰·梅纳德·凯恩斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对于在20世纪30年代和40年代进入成年的人来说，20世纪50年代后期美元国际地位的恶化是一次少见的重创经历。在第二次世界大战之前，我们的黄金储备达到了数以亿计的美元价值，而在战后，我们为美元短缺而深深担忧，极力欢迎可以解决这个难题的马歇尔计划。国际市场上我们的美元供过于求，我们的黄金储备减少了一半多，这些都是难以想象的。看到那些苏黎世的银行家们、自命不凡的将军们、愤世嫉俗的投机商们看不起美元，这是让人无法忍受的。

我想这就是为什么我所写的关于这个话题的大部分内容都有很明显的情绪性偏见。接下来每个人都认为美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

元从根本上是很强大的，而黄金则是二等商品。如果我在这个话题上改变意见，那么我们的货币体系的根基会受到比过去更大的打击。

但是，最重要的是，我的情绪性偏见效果不错：这些文章的观点都是正确的。尽管有制造恐慌的人，有自寻烦恼的人，还有一些愤世嫉俗的人，但是美元仍然是国际货币的首选，官方的黄金价格仍然丝毫不变地定格在35美元1盎司。过去大约15年的时间里投资黄金的人们很明显地受到了不好的待遇，他们的资产失去了购买能力，不能再创造收入，这导致了支出费用的增加。

国际金融的复杂性不被人们所理解，尤其是黄金激起了人们内心情绪的波动，因此，神话和学说在这个领域有很大的影响力。基于这个原因，这部分的文章很有可能比其他部分讨论的更加激烈。

大部分文章所写的主要内容应该很清楚了，但是有一篇需要特别提出，那就是《斯克内克塔迪到伦敦的黄金路线》。这篇文章是我为我的投资顾问公司1960年11月1日的月度简报所写的。

在那时，国外的许多金融人士非常担心如果年轻的约翰逊·肯尼迪当选为美国总统怎么办。他们把他对于经济状况的随意之谈看做是对通胀的强烈偏见，对美元国际地位的漠视，还有对美元固定汇率的不尊重。结果，他们开

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

始在伦敦市场上加速购买黄金。历史上第一次出现了 40 美元 1 盎司的情形。这段时期最终导致了有名的伦敦黄金总库（London gold Pool）的形成，随后这个总库在 1968 年的危机中被解除。

尽管那时我已经是一名从业十余年的投资顾问，也经历过股票市场很恐怖的一些时期，但我从来没有看到我的顾客像现在这样恐慌过。除去 1962 年的那次严重的股票市场暴跌，那之后我也从来没有见过他们像现在这样惊慌。正如我所说的，目前的根本状况比看上去的要好很多，对于我来说，这很显然是这样一种时刻："真正让我们害怕的就是害怕本身"。美元的真正危险是恐慌，而不是其基本地位的动摇。那么，目标就是要尽快平息这种恐慌。我们正在谈论的内容准确无误地击中事实真相，鉴于当时所写的环境和事件后面的发展（肯尼迪总统比他的前任和后任总统更清楚收支平衡的问题），这篇文章是非常站得住脚的。

本章的第一篇文章（在我刚刚谈到的那篇文章之前），是 1960 年为《纽约时报》撰写的。描写了黄金的一些知识及其作为货币本位制度的历史。文章的结束语是一条很有哲理性的评论，反映了我对那些黄金崇拜者的怀疑和厌恶。在最后一章中的一篇题为《黄金是唯一让我们保持诚实的东西吗》的文章中，对这个论点有更加详细的论述。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

其他文章的内容包括一段很有趣的历史，对当前国际货币体系的大概解释，对外贸交易优点的详细解析，还讨论了在国际金融环境极端紧张的情况下如何进行正确的投资。所有这些文章的论题就是，尽管有如此多的非议和讨论，美元仍然是世界第一。

黄金依然未变

在20年惨淡的时间里，黄金没有出现在金融专栏上。即使黄金走向已经由原来的势不可挡转为涓涓细流，美国的大型黄金储备仍然在缩水，因为在战前黑暗的日子里，外国人用刚刚赚来的钱财反过来向我们购买他们曾经运过来的那点黄金。我们是在卖掉黄金来偿还国际债券，因为我们向外国人花的钱一直比他们在这所花的要多，如救援、投资和进口。每当一个国家向我们购买黄金时，一套详细的流程就从诺克斯堡（Fort Knox）开始了。我们的国家储备由双层的花岗岩、钢和混凝土穹顶保护起来。在一扇20吨重的密封防水不锈钢质地的门后，存储的90万块金砖一直罗列到屋顶。要开启这扇门，工作人员要按下一系列数字，而每一个工作人员只知道其中一个。在这个如医院般清洁、如监狱般把守森严的地方储存着120多亿美元的价值（一般情况下是不允许人参观的）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

当收到命令时，诺克斯堡的警卫们会非常仔细地运输黄金，非常小心地称量，一丁点的重量变化也会让他们很震惊。毕竟，35美元1盎司，豌豆大小的黄金也值很多钱啊。然后黄金会被从地下室运到地面上来，但时间是很短的。简短的一段路程的安全措施令前来参观的当权者也大饱眼福。然后，黄金又会被运回纽约金融区联邦储备银行的类似佛罗伦撒堡垒样的地窖中。

黄金再一次被称量，然后被小心翼翼地码在一起，以从我们手中购进黄金的国家的名义存储并由国家处置。为了节省高昂的海运费和避免麻烦，黄金通常都是被存储在纽约的。但是好多外国银行家，包括很多俄罗斯人，经常来到联邦储备银行的地窖中，确保他们国家的黄金确实还在（在这允许其他来访者参观）。

黄金作为世界上唯一的货币本位制度的历史是很短的。尽管黄金作为一种财富形式可以追溯到先于基督时代3000年前的埃及时代，然而，在历史上的大部分时间，黄金是很稀有的，不能作为唯一的本位制度。铁和铜经常被使用，但是银才是黄金的最主要竞争对手，银比铁和铜更稀有、更珍贵，但是不像黄金那样稀有。

所以直到1821年英国才采用黄金作为英镑的货币本位制度。19世纪50年代，黄金被大量开采，50年后，法国、德国、美国开始加入进来（把黄金作为货币本位制度）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



世界其他国家随后也纷纷效仿。到1914年，只有中国和墨西哥是世界上两个仍以银为货币基础的主要国家。但是，直到1937年，没有一个国家继续将其货币与黄金紧密联系起来，今天所做的安排仅仅是对黄金霸权的1880年到1914年期间最盛行的详尽机制的一个模糊的反映。但是如果我们所熟知的金本位制度不再存在（很多人相信，如果将国家经济与世界经济潮流紧密地不可挽回地联系起来，那么金本位制度就可能面临着国家经济与之相脱节的危险），为什么黄金还会如此成功地作为一个国际筹码而继续存在着?

答案就在问题之中。引用格特鲁德·施泰因（Gertrude Stein）的话说，黄金是可以接受的，因为它是可以接受的。从我们这拿走黄金的英国是很开心的，因为它知道有黄金在手就可以解决与德国的收支平衡问题。而德国会从英国接受黄金，是因为法国、荷兰甚至是苏联都会接受黄金作为国际债务的偿还形式，然后他们反过来会接受黄金，是因为……

但是无论如何，这种可爱的黄色金属曾经造成过痛苦、流血和伤亡，但奇怪的是，我们依然坚持把它作为所有财富的象征，作为所有美好的和精致的事物的象征。

我们尊重黄金法则，梦想着黄金时代，憧憬着金婚纪念，会奖励一个黄金般美好的孩子。当黄金仅仅作为装饰

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

品时，我们称它为贵重金属，而我们的文明在日常发展中会依存于更加“贵重”的金属，比方说铁、铜和铅。

弗洛伊德把我们对于黄金的迷恋归为有关性爱的幻想以及儿童时代早期的兴趣：黄金是我们婴儿时期对泥土迷恋的升华。可能其非同寻常的纯洁性鼓舞了男人的暴力和卑劣行径。

尽管这种无意识的诱因可能是正确的，它们还是取决于一种实质性的物理特性——黄金不起化学反应，所以不直接与氧结合。这意味着它可以保持光泽不会褪色。古代极好的黄金首饰可以在今天的博物馆里见到，它们闪闪发光，就好像昨天刚从卡地亚（Cartier's）买来的一样。

“如果黄金生锈了，”很久以前乔叟（Chaucer）写道，“那么铁该怎么办呢？”

然而，黄金能鼓舞比审美情怀更深的激情。库斯科（Cuzco）的印加太阳神殿（Coricancha）里的黄金，和上千个印加人创造和敬奉神明的其他黄金艺术品一起，被皮萨罗（Pizarro）和他的手下熔化成标准尺寸的金锭。其中一些被用于相互之间的贸易，很大一部分回到了西班牙，奠定了它作为16和17世纪杰出强国的基础。“文明的”西班牙人简单地屠杀了任何“原始的”反抗他们的印第安人。

1848年1月在加利福尼亚发现了黄金，是在沉睡的墨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

西哥殖民地被割让给美国之前的9天。直至1850年，8万人已经来到这熊大量出没的山里寻找他们的财宝，很多人在难以置信的艰苦和危险中旅行了数月，乘着他们小小的哈德逊河汽船，跨过麦哲伦海峡，经历了漫长的航行。

一年以后，中国人、澳大利亚人，甚至三文治岛人都来加入欧洲人、白种美国人以及美国印第安人，将采矿人口扩大至14万人。

今天，驱车来到美国加州马里珀萨县（Mariposa）附近的49大道，经过叫做摩门吧、石英堡、萨特溪、干旱城、挖凿眼、金条山的城镇，人们可以回想起淘金者的艰难生活。这里，在现代化的广告牌和小酒吧间的围绕中，淘金者当年赌光或喝光他们仅有的几块钱，其中多数是通过在冰冻的小溪里淘选和在粗糙的石英石上刮伤他们的手指挣来的。

威尔·罗杰斯（Will Rogers）回忆起他造访克朗代克河和育空河的亲眼所见，简洁地描述道：“开拓黄金和开拓菠菜地有很大的区别。”

在我们当今的时代，最恐怖的采金发生在南非的矿井。在这里，白种人拥有黄金并从中获利，但是留给黑人可怕的挖掘工作。

金矿深深地埋在南非的土地里。一些深达2英里。几千英里的隧道纵横交织在这片地狱般的土地。矿工工作在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有毒气体和石英粉尘污染的噩梦般的空气中，耳边轰鸣的是钻头钻岩石的破碎声。

当一天的工作结束后，他们回到地面上，在他们拥挤的场地里努力入睡，小心翼翼地和他们的白人雇主分开，实际上与诺克斯堡无菌金库里那整齐地堆积着的金砖相距甚远。

作为人类摧残同胞的能力的例子，约翰内斯堡的金矿甚至没有合理地使金属得到好的利用。它只是从一个洞到另一个洞。

我们对黄金的渴求明智吗？约翰·拉斯金（John Ruskin）在讲述一条从加利福尼亚回家路上失事的船只的故事时，曾经回忆了迈达斯的传说。“一个乘客用带子将自己和200磅黄金紧紧系在一起，后来在河底被发现。当他被淹没时，他拥有黄金吗？还是黄金拥有他？”

珍珠港事件后，四面楚歌的美国人在菲律宾作最后的抵抗，一艘潜艇穿越太平洋执行一项重要任务。它是被派去带回另一支前线急需的一些重要军事装备，抑或是运送伤员至夏威夷和旧金山的安全避难所？相反的，货物比那些更“珍贵”，因为菲律宾政府的黄金储存必须保护起来免遭日本人毒手。满载着黄金，这艘潜艇潜入海中向东驶向美国海岸，最后安全抵达。

可能我们最后将到达一个更为合理的占优势的观点，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

且我们能利用不那么带有感情色彩的东西来起到解决国际收支平衡问题的重要作用的时代。不久前赫鲁晓夫（Khrushchev）总理讲道："列宁说，当黄金用来当公共厕所墙和地板涂料的时候，那一天就会到来。"

约翰·梅纳德·凯恩斯更优雅地表达了另一个对未来的展望：

黄金再也不流通了，而且这种金属已经脱离了人类贪婪手掌的触摸。在每个国家，看不见的曾经秘密居住在钱包、长袜和小盒子里的家庭小神仙们，已经被一个单纯的黄金影像所吞噬。黄金再也看不见了——回到泥土中了。

眼不见，心不念了吗？"当再也看不见神穿着黄色甲胄走天涯的时候，我们就开始为他们找理由辩解，"凯恩斯继续说，"而且不久就会变得一无所有。"

斯克内克塔迪到伦敦的黄金路线

实际上那是命运很残酷且奇怪的打击，狂热和狂暴的黄金投机买卖发生在美国工资价格螺旋上升被取消的同一周。莫非是因为恰恰在那个时刻，美元的购买力已经被质疑，以至于数千个西屋和通用电气的员工愿意放弃他们生活成本的自动递增条款，而西海岸的港口工人让雇主自由地引入节省劳力的机械设备？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

电气工人国际工会的让步和为每盎司黄金支付40美元的偏执的欧洲投机家之间有着什么样的联系？哈里桥梁（Harry Bridges）的协议和10月17日那周横扫华尔街的寒颤有什么关联？

对于究竟是战后价格上涨导致了工资上涨，还是工资上涨导致了价格上涨这一问题，已有大量的争论，很大一部分是多余的。但是每个人都同意这两者之间没有联系。很多人表明，如果工资上涨能被制止，价格上涨也将停止；另一些人（包括我们自己）断言，一旦商人发现他们再也无法侥幸地提高价格，工资将停止上涨。

证据最初支持工资价格螺旋上升已被持续地放慢且将更加缓慢的论点。从1945年到1953年，制造业的平均每小时工资收入以每年大约8%的比率上涨；从1953年到1959年，增长年利率稍低于6%；在过去的12个月里，平均每小时工资收入上涨不超过2%。这写在我们去年即1959年10月1日的简报上。

在当前钢铁业的打击下，紧跟着超过补偿的价格上涨的简单形式的工资上涨正在被扼杀……与此同时，"战时婴儿"不久将开始泛滥劳动力市场。在20世纪50年代的10年间，20岁~64岁年龄段的人口仅仅增加了670万人；在接下来的10年里将增加超过120万。在这样的环境下，工资率能像50年代那样增长超过50%吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



同时，1960年的前9个月令人气馁和失望的收益报告几乎一致地抱怨价格疲软和竞争压力大。它们反映了面对这些情况，人们对无力管理价格上涨的忧虑。生产能力过剩是一个烦扰大多数行业而不仅仅是个别行业的问题。这些趋势体现在消费者物价指数里，该指数在1945年至1953年以每年大约16%的比率上涨，然后在1953年至1959年减缓到低于每年1%，现在实际上低于12个月前的水平。

简而言之，所有经济上的重要趋势都已预示着美国通胀压力的结束。当然，这其中的一部分归因于保守的货币政策。但是很多是生产能力过剩、外国竞争和平均失业率水平增加的结果。工会领袖能够很清楚地意识到这些因素，也认识到这些更新近的情况可能在可预见的未来占主导地位。

因此，通用电气、西屋以及西海岸航运业的发展已经成为世事沉浮的戏剧性的象征。他们不应该得到新闻媒体如此少的关注，因为他们的意义无疑是巨大的。实际上，他们具有接近通货紧缩而不是通胀问题的征候。在11月8日的民意测验中，无论哪个候选人赢得民心（或者也许我们应该称之为"不受欢迎的程度最低"），扩张性或反萧条的经济政策将仅仅减少下降的价格水平的压力；美国商品和服务价格上升的压力大多数未必适用。简言之，看起来不久以后美元就可能买更多而不是更少的商品和服务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

由于所有这些原因，对美元未来的购买力的恐惧看起来很荒谬。然而，像我们在其他场合指出的一样，公众对黄金、贬值和货币危机的态度充满了最强烈的情绪冲动。这些反应一旦爆发就极难控制。然而，尽管美元的价值和它的黄金支持的确有一些不确定因素，尽管坚持没有问题存在是很愚蠢的，我们还是继续相信问题是可以解决的，仍有操纵的余地，且恐慌只能使局势恶化。

简单的事实是，美国是一个难以置信的富有和高产的国家。任何明眼人都能看得到。此外，我们拥有几乎世界总黄金存量的一半。我们的黄金储备和我们从国外买来的商品和服务比任何其他国家多得多。亚洲、非洲和拉丁美洲的数十亿人口贪得无厌地渴望着美元，以便从这里买他们急需的商品和服务。1960 年一整年，我们出口的商品和服务（不包括军队批准的转移）将超过我们进口额至少 30 亿。外国人清楚地发现美元是一种诱人的资产，因为在过去的 12 个月里，他们在美国持有的银行存款和短期有价证券的增长远远超过 10 亿美元。

那么，为什么困难加大了呢？和我们与世界其他地方的关系相比，问题存在于我们与西欧（尤其是德国）和日本的贸易和军事关系中。例如，截至 1960 年 6 月 30 日的 30 个月里，我们出口到西欧和日本的商品和服务超过了我们贸易进口额 20 亿美元。但是我们花了将近 70 亿美元在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



这些地方以维持我们的部队和海外军事基地。我们一半的私人汇款都去了那里。他们也得到了将近20亿美元，或者是我们长期海外投资总额的大约三分之一。简而言之，我们已经向西欧和日本支出了一笔可观的钱，超过了他们需要用来向我们购买商品和服务的钱。这和我们与世界上其他国家的关系形成了鲜明对比，在这些国家，在这同样的30个月里，我们卖给他们的商品和服务超出了我们从他们那里的进口额70亿美元。

世界上富有的国家拥有比他们实际所需更多的美元；贫穷的国家拥有的又太少了。西欧、加拿大和日本拥有短期美元资产总量的大约70%，且他们的股票在上涨。因此，美元在特定区域的过剩导致了美元变成一种"软通货"的建议，虽然它对于世界上饥饿地区数十亿的人来说实际上是个硬通货。

这种不平衡的局势导致我们的西欧和日本朋友必须奉献更多冷战时期需要的军事费用和对不发达国家的援助。一些对他们利率的下调也将是最有益的。没有这些措施，美国将不得不利用进口限额、关税、汇兑管理，甚至从海外军事基地撤离军队和设备来保护美元。这些不可能是有吸引力的选择，但是它们应该被当做讨价还价的筹码使世界上富有的国家达成一致。

让鲁莽的欧洲投机家听听美国工会成员对缓慢的工资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

增长率的抱怨。让他们注意到这里对于几乎每个行业的价格疲软的广泛关注。让他们留意到世界上贫穷和饥饿的地区对美元的迫切需要。让他们记住西欧和日本快速增长的工资水平。然后，冷静地、不慌不忙地，让他们告诉我们美元是否真的是如此疲软的货币，正失去它的购买力，是世界市场上的一个毒品。世界上真正发展着的特价商品在哪里？事实是令人安心的。

历史的记忆

不久前发生的苏联购买美国小麦的事件让人联想起 72 年前所发生的一系列类似事件。1891 年欧洲的农作物歉收和美国当年的大丰收将我们从一次在现在看来不可想象的支付危机中解救出来。当年的这些事件为我们今天所面对的困难提供了非常重要的视角，值得我们从中总结。

在 19 世纪 80 年代后期，美国财政部采取了在今天看来是非常滑稽的举动。它试图从一种尴尬的常年积累的财政盈余中脱身。在接下来的几年中，财政部的预算收入由于高税率和大量的商业进口而不断增加。这种困境促使国会通过了现在被称为“分肥立法”（Pork barrel legislation）的奇怪制度，即大量增加浪费型的公共

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



项目支出。同时，对于高息可流通债券的偿还速度也大大加快。

由于以上两条政策的施行，财政部终于可以使得支出大于收人。这同样影响着经济的迅速扩张。流通资金大量增加，交易量也大幅上升。价格上涨，引发进口潮，同时出口却下降。更糟糕的是，巴林兄弟（Baring Brothers），一家伦敦银行，由于经济危机和阿根廷暴力革命的影响濒临倒闭；这使得大量的来自英国的投资以及部分来自美国的投资随着泡沫的破裂陷入整体清算的危机。

黄金却在暗地里大量地流出美国。事实上，在1891年头6个月中所流失的黄金量大于内战期间任何一个年度的流失量。如这几年的情况一样，大家都开始担心，黄金储量过低，美元将不再可能兑换黄金。政治家们优雅的理由和模糊处理并没有起到太大的作用。财政部长甚至将美元流出的原因归咎于在世博会上的美国游客。

在这个关键时刻，奇迹发生了。1889年和1890年两年全欧洲小麦歉收，1891年欧洲的粮仓——法国和俄罗斯更是颗粒无收。同时，在大西洋的另一边，美国的粮食年产量却创出了历史纪录。欧洲在1889年的粮食产量是1.56亿蒲式耳；而我们的产量则是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2.55 亿蒲式耳，比有纪录以来的最高产量整整高了 1 亿蒲式耳。

当然，这对于我们的收支平衡的影响是巨大的。我们的商业出口在 1892 年 6 月 30 日之前的 12 月里历史上第一次超过了 10 亿美元，并且比前一个年度整整多出了 1.5 亿美元，而增加的这部分完全来自于食物的出口。同时，我们的进口下降了。结果是，我们的贸易顺差从 4 千万美金猛增至 2 亿美金——与 3 年前相比翻了 3 倍。黄金被重新放回了我们的金库里。对于当时来说，这绝对是老天给我们的一次帮助。

现在，我们又一次面对了这样的收支平衡危机，并且又一次很幸运地得到了解决。当 1957 年，苏伊士运河的监管权被剥夺的时候，新大陆的丰富的原材料资源开始拯救整个旧大陆。

最近发生的一系列事件充分证明了食物供应的重要性和紧急性。任何一个经济体，不管它是资本主义、社会主义还是其他的什么主义，都无法在缺乏粮食的情况下发展进步。工业发展必须在保证农业经济的基础上，向工厂里的工人、公司里的职员提供足够的粮食。1840 年，英国已经给全世界上了一课。他们的解决办法是降低进口食品的关税，这使得他们可以以低廉的价格从海外购买各种食品，从而将他们自己的注意力放在他们在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

当时来说无可匹敌的工业生产上。

但是，也许更重要的一点是，1891 年和 1963 年的经历对美国的农业产量产生了极大的影响。我们现在大张旗鼓地遏制自己经济中最成熟、最有效的部分，这种行为将是一个多么讽刺的举动！

称之为讽刺，部分是因为世界上有上亿的人口面临饥饿的威胁。但这也是我们所生活的"矮胖经济"(Humpty Dumptyeconomies) 的一个征兆。在初等经济学课上我们学过比较优势定理——每一个国家都会出口他们生产效率世界第一的产品和服务——而对于美国来说，美国的农业对于全世界其他任何一个产粮国都是有优势的。然而，我们却不可思议地降低了我们的粮食产量，并将价格设定在那些需要粮食的国家所不能接受的高度。

这并不完全是我们自己的错。在全世界范围内，对于农业的兴趣都是固执而短见的，最近的鸡肉事件很好地说明了这个问题。不过，这也并不是完全没有道理。我们所选择的经济政治制度决定了我们奇迹般的农产量，以及包括苏联在内的全世界对于美国食品的依赖。

历史告诉我们，这种束缚最终会断裂。正如 1891 年一样，最近的事件更加说明了美国基础经济的强势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

贬值、赤字以及妄想

显然，金钱是一件感性的物品。很少有人可以很理性地面对它，我们所有人都从那些不相关的历史中继承了对金钱的神奇的迷信。然而，对于金钱的研究并没有想象的那么困难。唯一的问题是我们很难以客观的眼光观察它。

这就是我们今天所面对的困境。这些年来，大家一直都在热烈地讨论美元贬值的问题。而且，我们生在了一个联邦政府支出远大于盈余的时代。是不是说我们必须要通胀呢？这篇短文将尝试解读这些问题。

从技术角度来说，贬值问题关系到一个国家的货币单位和黄金的关系变化。我们假设，美国财政部将它的买卖黄金的价格从每盎司 35 美金增加到每盎司 45 美金，那么每 1 美元就等值于 1/45 盎司的黄金，而不是 1/35 盎司；对于黄金来说美元变得不值钱了，也就是说，美元“贬值”了。在更早些时候，硬币的价值由硬币所含的贵金属的量决定——君主决定在不改变硬币图案的情况下减少硬币原料中贵金属的比例，从而达到贬值的效果是一样的意思。

如果其他的国家不改变他们的货币与黄金的比值的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



话，美元对于这些货币来说也同样是在贬值。今天，在美国花 35 美金购买 1 盎司的黄金，运到英国去卖掉，你可以获得 12.10 英镑；如果现在美元贬值到了 45 美金 1 盎司，那么 35 美金只可以买到不到 1 盎司的黄金，到了英国之后的价值只有 9.7 英镑多一点。这同样也意味着，英国的商品对于我们来说更贵了。因为我们需要支付 45 美金去购买 12.10 英镑的商品。一个英国人，反过来说，可以用 9.7 英镑买到我们这里价值 35 美金的商品。因此，我们的出口会上升，而进口会下降。

虽然贬值确实会影响国际间的金融活动，但它对于国内的影响却是微乎其微。在银行里的 1 000 美金存款依然是 1 000 美金，不管金价如何变化。

然而，很多人相信贬值不仅仅意味着美元的购买力降低，还同时引起国内价格上涨。这种结论是正确的吗？

这里的关键是，贬值能够引发一些导致价格通胀的条件。但是这与这些条件必将导致价格通胀的说法是不一样的：

- 如果全国的黄金储备量自动上涨 30%，那么财政部就相当于拥有了额外的 50 亿美元的货币，而不用征税或是发行国债。
- 因为这些钱最终将付给个人和公司，它们将最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

终成为银行里的存款。这使银行拥有更多的可以贷出或者用于投资的资金，同时也产生了新一波的信用流。当然，通胀的可能性就这样产生了。

- 然而这个条件是一个必要条件，而非充分条件。如果财政部永远不花掉黄金利润，那么什么都不会发生。举例来说，1933 年的黄金利润就没有被宪法和国会拨款用于正常的政府计划开支。

再粗心地修读美国政治制度史的学生也不会相信我们选出来的国会会随随便便把大量的资金投入现行经济中。我们的预算每年由国会制定，所以没有一个政府可以随便使用任何一笔黄金利润。另外，美国联邦储备系统拥有抵消任何有可能的货币量增加的绝对权利。货币贬值对于国内通胀的直接影响几乎可以忽略不计。

但是，为什么货币要贬值呢？有两种力量引导各个国家贬值自己的货币——一种是实质性的，另一种是心理性的：

1. 从长期角度考虑，一个国家的货币在国际外汇市场上的价值是由进出口和长期投资流动量的关系决定的。贬值带来的效应是，外国人在购买美国产品的时候可以支付更少的钱，而美国人在购买外国产品的时候需要支付更多的资金，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

所以贬值会增加出口，并且吸引长期的海外投资，同时也会减少进口以及长期的资金外流。所以，贬值可以恢复因为贸易差而造成的不平衡的金融关系。

2. 但是即使一个国家的国际收支平衡水平很高，贬值同样会发生。一种对于贬值即将发生、人们会受到自由兑换外币的限制的简单怀疑可能导致资金的整体流动。当这种"挤兑"现象发生时，政府别无选择，只能暂停黄金支付，并让货币贬值。

在现在的状况下，美国在实质性的问题上处理得很好，但是在货币的心理影响方面显得滞后。

正如我们在1960年9月和11月的简报中指出的那样，美元的真实购买力及其国际地位实际上有所提高。现在国内的物价稳定——即使商人们很不情愿承认这一点——或者稍稍下降。薪资涨幅明显变缓。海外军费开支被大幅削减，更多的外国人选择在这里购买武器装备。国际援助行动更多的与购买美国产品关联，同时，与我们竞争的其他工业国的工资和物价涨幅明显高于我国。最后，财政部和美联储一起为美元建筑起了坚固的防御工事。也许最重要的一点，我们可以利用国际货币基金组织（International Monetary Fund）的庞大资源补

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

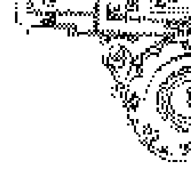
偿我们自己的黄金和外汇储备。

即便这些趋势给我们的都是正面的信号，对于美元的担忧一直持续着，并且有变强的趋势。虽然我们的地位一直在提高，并可能在未来更快地提高，但 1957 年以来我们过多的对外支付已经使得我们的黄金储备减少了 60 亿美金，而我们同期的短期外债却增加了 80 亿美金。目前我们的黄金储备是 160 亿美金，但是外国对于我们的需求高达 230 亿美金。这自然引发了一系列恐慌和担心，因为如果所有人同时要求我们履行黄金的支付义务，我们将无法支付。

然而即使是最有信用的银行也是一样的情况。没有一家银行可以在所有储户同时提出支取要求的时候提供足够的资金。对于我国的处境来说，拥有短期债务 70% 的黄金储备，其实要比日不落时期的英国要好得多——他们在自己的债务高达本国黄金外汇储备总量 3 倍的时候依然自我感觉良好。

这就是说，除了恐惧本身，其实没有什么可以恐惧的。没有任何经济因素推动美元的走低。真正的危险来自于对于贬值的恐惧。这将导致外国投机式地从美国手中提款，也就是挤兑，使得我们别无选择，只能暂停黄金支付，最终将货币贬值。在这种前提下，对事实的正确认识是保护美元最重要的一个环节。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



然而，乍一看，贬值似乎确实是最佳解决方案。用简单的几笔，我们就可以凭空画出相当于甚至更多于外债的黄金储备。我们的出口将会上升，进口将会萎缩。这将刺激本地的商业活动，从而恢复我们的国际收支平衡。这样针对美元的投机性活动也将会停止。如果我们假设，不管哪一个党派进驻华盛顿，我们都会有一个负责任的政府，那么贬值带来的通胀危险是可以避免的。所以，为什么贬值还是被视为一个危险信号呢?

- 从政治层面来说，我们对于那些大量持有美金而不是将自己的货币兑换成黄金或者其他外汇的国家负有一种神圣的义务。这些国家基本上是指我们的兄弟同盟——西欧和日本。如果我们将美元贬值，这些国家将承受巨大的损失。
- 这并不是一种好的影响别人并且保持友谊的方式。任何一个失去信用的商人几乎不可能再重新建立起那种长期的商业关系，不管他在他的领域里是多么的强势。1931 年英镑贬值之后，英国花了好多年才重新建立起国家的信用。确实，即使在 1931 年英镑贬值发生 30 年以后的今天，对于黄金的崇拜在这个日渐复杂的金融世界里依然愈演愈烈。
- 既然我们不可能用突然的贬值让我们的朋友大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

> 吃一惊，我们只能和他们一起商讨这个问题。而他们同意我们这样做的可能性微乎其微。他们的外贸地位将被严重损害，他们的美元投资也会遭受重大打击。所以，要么他们只会同意一个小得几乎无意义的贬值计划，要么他们将和我们一起贬值。这会使状况比现在的要好一些：真正的获益者是那些金矿主们，意味着这将是苏联人的赚钱机会。

但是如果政府出现赤字，情况又会是怎样呢？很多人相信，一个有严重赤字的国家最终将贬值自己的货币。而且如果有足够多的人相信这一点，即使这与真实相差甚远，那么预算赤字就真的会导致美元贬值。所以，对于真实情况的认知是非常重要的。

在以前的日子里（1933 年之前）几乎所有国家的货币都可以自由地兑换成黄金。举个例子，从 1870 年到 1933 年，任何人都可以在美国将现钞或者存款兑换成为黄金。但这也意味着，当一个国家的货币量增大的时候，这个国家所声称的黄金储备也必须同时增加。所以，财政赤字通常会造成一个国家的资金缺乏，会引起人们对于这个国家自由兑换黄金制度的怀疑，使得人们纷纷兑换黄金，无可避免地造成政府暂停兑换并将货币贬值。从这一系列事件中我们可以看到，人们一直相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

信，预算赤字会导致货币贬值。

但是今天的状况已经完全不同了。我们只允许与别的政府或者中央银行自由兑换黄金，所以只有他们持有的与我们的黄金储备相关的美金才有价值。如果美国的减税造成美国政府的赤字而使得美国人拥有了更多的美元，这与美元外汇价值没有任何关系。同时，如果经济增长可以带动我们的设计现代化，吸引更多的外国投资，减税实际上反而会巩固我们的收支平衡。收支平衡了，贬值的可能性就会减少而不是增加。这一系列事件已经在被誉为有最坚挺货币的欧洲国家实践过了。

当然，如果这里预算赤字引起物价通胀，我们的收支平衡会恶化，但是物价通胀并不是预算赤字的必然结果。现阶段商品价格还是在下降：预算赤字也许可以防止物价进一步下跌，但是大量的劳动力和生产力过剩使得美国现阶段几乎不可能发生大规模的物价上涨现象。如果一个扩张性的政策伴随着一个保守的货币政策，这样的事情（物价上涨）更加不可能发生。

不管是历史上那些权力集中的君主时代，还是现在货币可以和黄金自由兑换的时代，这种预算赤字与贬值之间的反射性关系都是存在的。更进一步说，基于我们对于黄金的原始而又充满浪漫的幻想，由于恐惧而引发的美元贬值，即使是非理性的，也是可以理解的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

但是如果在我们的收支平衡状况很好，通胀问题已经被解决，一直被拖延的财政政策也终于被两党批准的时候却必须要把美元贬值，我们只能感叹命运的捉弄。当经济腾飞的时候，对于美元的怀疑就会减少。如果，我们最终被迫将美元贬值，那么唯一的理由就是无知的恐慌。

共同市场：挑战还是拯救

120年前，弗雷德里克·巴斯夏（Frederic Bastiat），一个聪明的法国经济学家和讽刺作家，写了以下的“请愿书”交给国民议会：

蜡烛台、蜡烛、灯……以及所有与照明
相关商品制造商的请愿书：

我们正遭受一个外国竞争对手令人无法容忍的竞争，他处在比我们自己好得多的灯具制造条件下，所以看起来好像他借此以惊人的低价绝对控制了我们本国的市场……这个竞争者……正是太阳。

我们祈祷的是你们通过法律命令关闭所有的窗户、天窗等——总而言之，所有的开口、洞口、小裂口和裂隙……

如果你们关闭尽可能多的接收自然光的途径，创造

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一个人造光的需求，我们法国哪个制造商不会从中获益呢？

你们自己选择，但是要合乎常理；因为只要你们在铁、谷物、外国织物的价格接近于零时按比例排除它们，允许价格已经是零的太阳光照一整天该是多么的前后矛盾啊！

这些日子，当关税和国际贸易又一次成为头版新闻，巴斯夏针对贸易保护主义的尖刻言辞的确很实在。它们赋予最近几个星期涌出的流言蜚语以意义和前景。

巴斯夏提醒我们的极其重要的事实是我们在国外买得越便宜，我们将不得不在国内花费越多的钱。这是整件事中的关键点：任何干预贸易的事物将导致相应生活水平的降低。我们很少被告知且我们永远不可以忘记的是，如果商品能以更低价卖给美国人，他们作为消费者就可以改善他们的生活水平——如果我们可以更便宜地买我们的衣服或照相机或玩具或打字机，难道我们没有获益吗？如果我们不能以尽可能低的价格买到我们的商品和服务，那么我们每个人将不得不更努力工作，也不得不挣更多的钱来维持同等的生活水平。

这意味着廉价进口货对某些行业造成的损害被其他所有人能够买低价商品而抵消。而且如果我们能够在国外花更少的钱购买一批定量的商品和服务，将会使我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

拥有更多可用于花在国内其他事情上的钱。例如，如果我们花更少的钱买照相机，我们就能有更多的钱来买胶卷。

巴斯夏的烛台制造商请愿书简洁地阐明了问题。如果我们不得不为我们的照明付钱，我们将为烛台制造商创造工作，但是我们可用于其他东西的钱减少了——这绝不是提高生活水平的方法。只要太阳光被允许自由地照耀大地，我们就可以享受日光的乐趣和功用，同时仍拥有钱用来花在其他商品和服务上。

简言之，这意味着我们尽可能地促进国际贸易是正确的：它如此好地服务于提高真正的收入和生活水平。当然，就像经济进步的其他形式一样，它觉醒时造成一些地域性伤害。但是然后我们的目标是绝对不去阻碍进步，而是缓和它需要的调整。这正是当前的内阁正在使用的策略。

集中在这些事情上的注意力现在转向了西欧新兴的共同市场。美国的出口商品将不能在我国最重要的市场上竞争，同时美国其他行业将被低价进口商品日益上涨的洪流所重创，这两种恐惧如今广泛流传。这两种风险都存在，但是它们掩盖了压倒一切的动机，即我们作为消费者，如果可以在效率增长和劳动力成本相对较低的西欧市场里购买商品，我们将拥有更高的生活水平，就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

像我们的欧洲朋友那样。

此外，当美国的出口商发现欧洲人将低价出售某些种类的商品和服务时，我们就必须弄清楚至少我们可以避免解决歧视性的关税壁垒的难题。共同市场政府将不会仅仅为了友好而降低他们歧视性的对外关税壁垒：只有当我们愿意同时允许他们的商品和服务较少限制地进入我们的商店时，他们才会这样做。而如果我们求助于更高的关税和进口限额，我们将什么都得不到，因为我们所有人将不得为我们购买的东西支付更多的钱，且外国对我们产品的歧视将同时损害我们出口行业的产量和就业。

一些观察家认为我们正面临一场没有希望的战争。他们提出理由证明我们将失败，因为我们高额的且仍在增长的劳动力成本，我们工会领导没有远见的态度，我们支配的价格结构和寡头垄断市场的诸多刻板性和限制，以及我们政府的通胀政策。他们预计，当共同市场国家面对面地降低他们的关税壁垒，且他们享受着相对较低的劳动力成本带来的利益时，我们将根本无法与大规模生产带来的日益增长的经济竞争。

但是悲观主义者忽视了促进因素，即贸易和竞争带来逐渐上升的、有活力的经济状况——他们对自由企业、竞争以及亚当·斯密失去了信心。事实反驳了他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的观点。近年来联营式的、老式的且嘎吱作响的法国经济戏剧性的复苏，就是竞争是何等良药苦口的足够证据。在我们自己的商店里，从过去两年里汽车业如何遏制外国进口的威胁、从钢铁业 1960 年—1961 年即产量处于低水平时大量花在高效率设备上的资金、从通过经营美国制造企业而增长的国外纺织品和服装的销售、从对美国各种机械的持久保持活力的需求、从美国飞机对全世界商业航班的统治地位、以及从美国煤炭向纽卡斯尔（Newcastle）和鲁尔（Ruhr）的出口，都可以看出这一点来。贝灵巧（Bell and Howell）的主席最近表达了他的自豪，原因是照相机关税削减的 40% “带来了我们行业最好的创造力”。

在另一方面，限制性的贸易、削减的竞争、支撑性的高价格否认了资本主义和美国方式的真正原则；它们保护特权，庇护低效率，且遏制首创精神。肯尼迪总统最近评论道，那些不愿调整并适应竞争的人最终肯定会失败，“因为为了逃避努力，他们接受无能。”

我们从美国工业的历史上看不出我们将不能适应这场测试的迹象。相反的，我们唯一真正的危机是我们不情愿勇敢地面对它。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



美元仍然位列第一吗

这些天，我们这些在金融界工作的人，被人如此持续不断地用灾难的预言进行连珠炮般地攻击，以至于我们对它们中的大多数变得麻木，对剩下的一些变得怀疑。然而，我们的客户和朋友，他们不管是好是坏都进一步远离证券市场每天的混乱，却听到了足以把他们带进恐慌状态的恐怖故事，却无法对这些故事一笑置之。

因此，我们越来越频繁地被质问，是否人们应该把他们所有的钱变成瑞士法郎或者黄金库存或者短期国库券来保护他们自己免遭最坏的情况。美元贬值是否会向无法控制的通胀打开闸门，即在这种通胀下，是否只有最隐秘的通胀避险形式才是积累财富的安全港？我们对这些问题的回答是——不会，你们不应该采取这些措施。这则简报的目的是解释投资者为何应当追求一种投资规划，或多或少也要像麻烦从来就不曾来到他们现在正立足的临界点时的规划那样。

我们强调我们的意图既不是考虑美元贬值的可能性，也不是争论它的利害关系。如果它的确发生了，我们仅仅是试图估计它产生的投资后果。

当然，美元的贬值可能有一到两种形式。第一种也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是最可能的一种是对黄金的贬值，造成了我们宣称我们愿意以高于35美元的某个价格买卖黄金，但是同时美元和英镑、法郎、马克、荷兰盾等的汇率将基本保持不变。第二种也是不大可能的一种形式是同时涉及到官方黄金价格的上涨和美元与其他货币关系的改变；在这种情况下，比方说，1美元只能兑换4法郎而非5法郎，3马克而非4马克，500里拉而非600里拉等。

第一个且可能是最重要的一个因素是没有人有一个清晰的概念——而且甚至没有人能够预测——从现在到贬值的那一刻，这一整串事件会如何演变。保护美元的有力措施将涉及到通货紧缩的烈药，很可能伴随着更直接的控制。这将使黄金行情下跌，债券行情上涨，并将减少对外输出资金的吸引力。它将完全取决于贬值的压力有多诱人，以及反对它的压力仍具有相当大的力量。当事情最终真的发生了，美国普通股将可能发展得比黄金或外国投资好得多。

第二个需要记住的重要因素是，仅仅美元对黄金的贬值是几乎不会造成令人不快的美国国内经济冲击的。它将损害那些已成为我们盟友且持有美元而不是黄金的国家。它将完全打开一个比例巨大且危险的信用差距。它可能造成那些因此确信黄金价格没有上限的人进行更投机的黄金囤积。它可能在国际贸易和投资上创造一些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



不确定因素。然而，美元将能继续购买与它们带走的同样多的美国商品和服务；任何能跟着黄金价格上涨的通胀的后果可以被美联储的行动完全抵消。在这种情况下持有外国货币而不是美元肯定没有优势。

美元对其他货币的贬值可能使把资本投到美国国外并期待着这种贬值的投资者获得利润。但是没有人知道他必须等待多久，或这利润是否足以抵消涉及到的风险。

风险是真实的；除了在外汇市场处于彻底混乱的情况下，设想出具有这种性质的事件发生是不可能的。而且，既然国外贸易和投资所占国民生产总值的比例远远大于在国内的，那么对它们造成的后果将严重得多。国际金融体系的崩溃实际上将导致国际贸易和金融的急剧下滑，因为巨大的不确定性和直接控制不可避免地紧跟其后。在这种情况下，就像20世纪30年代一样，美国经济更大的相对强度将完全清晰可见；美元将作为资本的天堂而似乎最具吸引力。

最终是内力而不是外汇和黄金决定了一种货币的真正实力。一个月前，法郎看起来确实好像很景气。然而，如果当时戴高乐将军对囤积黄金的兴趣减弱，对法国工人阶级福利的兴趣增加了，法国今天就不会有这么多的黄金，但法郎将会强大得多。迈达斯（Midas）的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

传说永远不失其重要性。

简而言之，把钱花到国外去看起来一点用都没有。除非美元注定要对其他货币贬值，否则将根本没有优势；如果单方面通货贬值真的发生了，国外的状况将被扰乱以至于没有人想要持有外币，且美国投资者可能在他最想收回钱的时候收不回钱。

黄金股票的一种适度的保护手段可能仍对一些人有吸引力。但是这里讨论的事件发生顺序绝不是确定的，黄金也不再是官方决定价格的商品。因此，我们强烈反对任何从好的美国公司股票到金矿股票的批量转换。相反的，我们继续相信最好的投资机会仍然在那些不管当前金融动荡的最终结局如何都能生存并走向繁荣的公司中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



第5章

你能错得多离谱

预言顶多是一个冒险的活动，但是有时你会错得如此离谱，以至于结果的唯一价值是它们所带来的欢乐。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

预言顶多是一个冒险的活动，但是有时你会错得如此离谱，以至于结果的唯一价值是它们所带来的欢乐。

1959 年，我被纽约证券交易所留下来起草接下来 20 年的股票成交量的规划图。基于那项工作（它发展得很好——自从超出了我那时建议的可能性范围之后什么也没发生），美国证券交易所在 1962 年请我为他们起草一组相似的规划图。

这是个棘手的工作。美国证券交易所的特征和纽约证券交易所完全不同。另外，埃瑟林顿（Ederington）政权刚刚从造成该交易所名誉严重受损的无能管理部门接手。因此，这个特殊股票市场的未来异乎寻常地难以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

预测。

我的工作得到了很好的报酬；当你把规划图和实际数字比较时，你可能会说我远不值拿那么多报酬。

美国证券交易所：未来的发展前景

过去美国证券交易所活动的趋势暗示了以下三个未来前景：

1. 在相对稳定的局势下，如果保证一定的正常发展期，就像20世纪50年代那样，到1970年为止，日平均交易量应该达到220万至250万股，比1961年日平均交易量200万股的记录增长大约25%。只要避免出现持续不变的熊市，到1970年为止日平均交易量将很可能不会降到低于200万的下限。这将比1962年的水平高出大约60%。
2. 即使在整个20世纪60年代持续萧条的最悲观的假设下，到1970年为止，美国证券交易所日平均交易量也应该在110万到140万股的范围内。这比相对活跃的1955年到1957年高出22%到55%。
3. 在一个持续的牛市里，日平均交易量可能增长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

> 到 360 万股，并在延长期保持每天 440 万的水平。这将几乎是 1961 年水平的 2 倍，1955 年到 1957 年平均水平的 4 倍，二战后早期流通量的 10 倍。将来可能会有交易量超过 600 万股的那一天。

上面引用的中立的规划图——具有相对稳定的营业状况，正常的经济发展，以及每日 220 万到 250 万股的水平——被交易所的人员认为是未来规划的适当的水平基础。

交易所期望在这个十年结束时上市股份在 26 亿至 41 亿股之间，其中上市股份总额 33 亿股被认为是最可能的水平，比现在高出 83%。

后来情况如何

如表 5—1 所示，我们不仅大错特错——我们压根就错得不沾边。1970 年“未来规划的适当的水平基础”，或者每日 220 万到 250 万股，1966 年就超过了；这个 10 年结束时“持续的熊市”的日平均规划，或者大约每日 400 万股，在 1967 年也被超过了。建议的 1970 年后最高可能日成交量超过 600 万股，实际上在 1966 年提前 4 年达到了。1968 年交易量显然突破了研究的所有参数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表 5—1　　1963 年—1969 年的实际交易量

年份	日平均交易量（百万股）	最高日成交量（百万股）	上市股份（十亿股）
1963	1.3	2.8	1.7
1964	1.5	2.9	1.8
1965	2.1	5.0	1.7
1966	2.7	6.6	1.8
1967	4.5	8.3	1.9
1968	6.4	10.1	2.2
1969	4.9	11.3	2.6

如果美国证券交易所的上市股份数结果远大于我们预期的数量，那么后半个 10 年的交易量异乎寻常的低估在某种程度上就可以原谅，因为流通的股份显然将和上市股份数有关。然而，1969 年中上市股份的实际数字仍然只有 24 亿，仍然低于我们 1970 年的预期最小值 26 亿股，且远不及我们“最可能的” 33 亿的水平。

事实上，是换手率完全愚弄了我们，因为越来越多的大投资家开始在美国证券交易所投机。每年转手的上市股份的比例在 1947 年到 1961 年间已经从 11% 的低比例上升到 27% 的高比例；从 1947 年到 1961 年，换手率保持在 17% 到 27% 的范围内。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我们将年换手率低估为13%，高估在22%，“正常的”估计在17%。表5—2是20世纪60年代每年换手率的实际数字：

表5—2 1901年—1969年每年换手率的实际数字

年份	年交易额占上市股份的百分比（%）
1961	27.2
1962	17.1
1963	18.2
1964	21.2
1965	30.9
1966	37.8
1967	61.4
1968	72.5
1969	47.1

你能错得多离谱?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第 6 章

on Wall Street
ECONOMIST

构建无风险的投资组合策略

没有哪只普通股能跌破100%，但它们总有无限升值的机会。因此，你所面临的风险总是可以测量的。如果普通股按成本计算只占投资组合的很小一部分，那么丰厚的债券收益就可以弥补你的损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我审慎地特意使用了“职业”一词。投资组合管理必须把客户的利益置于经理人的利益之上，因此必须以保持利益冲突绝对最小化的方式来经营。我之所以这样说，是因为在几乎所有情况下，放在投资组合经理那儿管理的资金代表了某人的救命钱或辛苦工作的积蓄；经理人必须保护并增加依赖他们的人们的幸福和安全。即使是最冷漠无情的机构投资组合经理人也必须一直记着有人将因为他的决定而获益或受损。

因此，在策划投资组合战略时，我一直都很受困扰——在某些情况下可能过于困扰。困扰于一个非常消极但无比重要的问题：如果我错了，后果会怎样？我必

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

须强调，尽管存在这个问题，但我们也绝不需要产生过分保守的投资理念，因为有几次它致使我为客户冒更大的风险，而不是使用传统认为合理的做法。但是我确信没有投资决策是理性地做出的，除非它们是基于这个问题答案的一条策略中符合逻辑的一部分。

这个问题的确涉及到整个风险问题，风险是投资过程中不可避免的一部分。我们完全不知道未来会怎样。这意味着我们必然要犯一定数量的错误——但我们也从来不知道哪个决策将会是错误的。（实际上我们经常是对的，原因是我们从未料到的：这实际上是对还是错?）因此，我们必须一直这样进行下去，即假定下一个决策是错误的，且认识到如果它真是错误的，我们就必须面对其后果。

错误的后果本质上就是考验是否有机会补偿可能引起的任何损失。这些机会将由两组不同的条件决定。

第一个且最重要的条件是持久力。一个有可观收人或大量现金储备、不论他的证券受到什么样的损失都能承受得起的投资人，可以让时间来摆平一切，由他高兴地慢慢补偿损失；最可怕的灾难实际上仅仅局限于那些由于外部事件，如还贷、失业、交税，而并非仅仅遵从投资角度的考虑，被迫经常需要清偿债务的投资人。

当规划投资决策时，持久力的考虑也可能引起非常复杂的问题。那些人不敷出，因此每年都要提取资金过活的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

客户，需要资本收益来补充他那逐渐减少的资产；另一方面，持续地动用本金意味着清算被外部事件所操控，因而他的持久力很有限。这时你就需要冒很大的风险，但几乎冒不起这风险。收入超过支出的客户（例如许多金融机构投资者）显然没有长期的清算问题，因此能冒得起很大的风险寻求利益；另一方面，客户资产的持续增加意味着他的资金正零风险地增长。这时你就能冒得起风险，但不需要这样做。

第二个弥补损失的条件是投资者决策能力的天性。一定的时间内，由于市场在波动，因此除非发生很多一连串的判断失误，是不会造成真正算得上糟糕的投资的。你可能没能赚上一大笔钱，或者甚至无法与最强者同日而语，但是如果你有持久力帮你渡过萧条期，投资真的很难会亏损。

我这样直截了当地说，是基于一个重要的数学事实：在任何有价证券上，你至多损失你投资的 100%，但是你可以赚的钱却是无限的。这句非常显而易见又浅显的话告诉我们一些对于投资者来说无比重要的事实：猜中几次的获益可能超过猜错很多次的损失。如果你对 5 只股票各投资 10 000 美元，如果其中 4 只使你损失了 50%（这是个很可怕的平均概率），但如果第 5 只股翻了不止 3 倍，你最终赚得的钱就可能超过总体水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



因此，如果投资者具有足够的持久力以维持在下次机会来临之前不出局，且避免在不合适的时候被迫清偿债务，那么不可避免的错误决策的后果就可以降到最低。但是如果投资者有时间和机会做几个幸运的决定，这些决定能轻易地补偿那些不那么幸运的决定，那么后果也可以被降到最低。

持久力越长，投资者试图发一大笔财所能冒的风险就越大。因此，我宁可用投资者资金的很小一部分去冒很大的风险，也不愿用他大多数的钱去冒一些小风险。出于同样的原因，我宁可在5到10种有价证券中占据很大块，也不愿在15或20种证券中都只占据一小块。

接下来的第一篇文章与养老基金投资理念有关，但是它与个人投资者和机构投资者同样有关系，因为它阐明了我这里所说的理念的实际应用。既然我强烈地赞成进攻型投资而不是防守型投资，我的方法就是总是抓紧所有可能进行进攻型投资的机会；我们建议给养老基金经理人的技巧是好好保护自己免遭判断失误引起的后果，从而使他们能够真正带着投资组合中攻击性的部分脱身。

另一方面，《你见过琼斯先生吗》应该使机构经理人感兴趣，即使它讲述的是一个个人投资者的故事。实际上琼斯先生来过我的办公室，告诉了我这个故事，我以为他极度保守，但他事实上冒了很多极大的风险，结果证明是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

完全错误的决定，而他现在处在几乎不可能偿清那些错误造成的后果的尴尬境地。支持这个论据的最主要因素是你必须知道所有你正在冒的风险，其中一些不太明显，但重要性决不比其他的低。

我把《对股权的狂热崇拜完结了么》看做是我所写的最重要的文章之一。我这样说在某种程度上是因为它讲述了大投资家之间最重要的长远趋势——日益减少的固定收益证券投资比例，和日益增加的普通股或具有股权特征的债权工具比例。但它也给了我们一个机会，展示谨慎的经济分析如何从一个神话中敲骨吸髓，这个神话被如此普遍地当做真理，以至于它是我在本书中努力证明如果你寻求利益之路就必须与所有人思维相反的典型例子。

现代养老基金投资策略

在目前混乱无序的时期，人们怎样才能做出冷静客观而又谨慎的判断呢？作为受托人，如果我们想获得成功，这些判断是多么的重要。世界变化得那么快，甚至对于明天会变成啥样，在今天也几乎看不出丝毫的预兆，所以养老基金的经理们尤其要确立符合实际的长期目标。

因此，我所作的评论、判断和建议其实是很谨慎的；因为现在真的没有谁能够为困扰我们的问题提供任何清晰

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的答案。然而我确实觉得，美国经济的根本发展趋势和实力比我们最初所想像的要明朗一些。而且我相信，在当今的投资环境下，与其他各种类型的证券投资组合的目标相比，养老基金的投资要求和目标在许多方面都是更加切实可行的。最后，我想我可以为你提供一些依据，用来进行反向思考（与大众思考方式相反）；用来帮助你形成客观独立的判断；对于成功的投资组合管理而言，这些正确的判断是绝对必要的。

在本文中，我将按顺序讨论以下三个主题——商业展望，经济发展对证券价格的影响，以及对养老基金投资组合管理中存在的特定问题进行预测。

养老基金是在长期投资决策的框架范围内被管理的，与交易账户或与具有短期目标的其他类型的投资组合相比，两者在性质上是根本不同的。因此，在分析经济时，如果我们更多地观察森林而不是树木，就能了解更广的全景，不像经纪人那样只关注每天的行情，那么我们就会做得很棒。

从这个角度来看，经济最终不会像它现在看来那样地通胀；如果在不久的将来越南获得了和平，则未来情况更加如此。在大多数人最关心通胀的情况下，虽然目前上述判断无疑是反向思考，但它最值得你仔细考虑。

在仔细研究美国经济的历史后，我得出结论，我们的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

经济中出现的严重通胀现象，尽管决不是子虚乌有或罕见的，却都是短暂的。我要提醒你一下，从1946年开始的21年间，其中只有8年的生活费用上涨超过2%。而其中又有6年是有战争发生的——1947，1948，1951，1952，1966还有1967年；那些战争时期的生活费用上涨平均高于6%。然而，排除了上述年份之后，1946年—1967年的生活费用每年上涨平均低于1.5%。美国和平时期的价格走势表现比许多人所了解的要平缓得多。

这样的结果应该是不足为奇的。我们的经济是难以置信的高产并且极具弹性，而且是高度利润导向的。增加供给很容易满足需求，而成本上涨就刺激采用新技术或低成本的替代品。切勿低估美国商人在疯狂追逐金钱时所发挥出来的聪明才智。

此外，不管各方如何嘲笑，我们的公共政策的确对通胀压力做出了不同程度的反应。实际上现在我的主要忧虑在于，我们会不由自主、不遗余力地去熄灭通胀的火苗。苛求国际收支平衡尤其会迫使我们实施更多兼顾通货紧缩的政策，相比之下，纯粹关注国内情况所采取的措施则将被证明是更有效的。

总之，我建议你不要一谈到通胀就陷入恐慌之中。尽管它现在确实存在，但它将在未来数年间逐渐减小。事实上，除非越南战争悬而未决并从当前级别升温，否则我要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



坦率地说，根据以下假设制定投资决策的基金经理将犯下一些轻率和代价昂贵的错误：在相当长的一段时期内，生活成本的年度增长率大于 3%。

无论如何，如果对通胀做出的某些糊涂预言果真灵验，那么我要警告你：入市须谨慎。对历史的研究再次告诉我们，严重通胀时期不宜持有股票，而当价格相对稳定时才是持有股票的最佳时机。严重通胀导致银根紧缩，赋税增加，成本上涨无法控制，投资失策和资产估算失真，没有哪一样对股票市场是利好的。它们最终可能导致经济灾难。对各国的研究表明，即使像巴西这样的国家也无法保证股市能够避免通胀。在过去的 5 年里，西欧人在债券方面的损失要比股票损失少一些。

当然我们都很清楚，有充分的理由去选择普通股。过去 40 年左右的记录显示，在总体回报率方面，普通股要优于债券。在机构投资组合中，无须将资产变现就可享受稳定的现金流入，普通股价格的较大波动代表的是机会而不是风险。重要的学术研究提供有力的数据支持这个观点，而一些高度保守和著名的金融机构则身体力行，大量减持债券并迅速进行股票投资。

但是，且慢前行，在分析这些过去的长期结果从而对将来做出长期的推断预测之前，我们至少要进行一下论证，首先试问：过去的某些更独特的现象是否会在未知的将来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

继续出现。所有这些长期研究的时间和对象，不但包括20世纪20年代后期和30年代的繁荣和萧条时期，也包括始现于1949年的牛市中的异常现象。

这个牛市持续走高，不符合我们的历史发展规律：从1871年到1926年，出现过11次股价大跌；在每一次高位之后，平均需要再过56个月才能重新回到上一次的高位。过了20年仍未打破1929年的高位记录。另一方面，自从1949年以后，股价跌幅不大，平均大约经过15个月后即可重新回到上一次的高位。

此外，上升曲线不仅是平滑的，同时也变得更陡峭。自从1949年以来，股价的上涨率是1871年到1949年的上涨率的大约4倍。如果1949年之后仍以旧的上涨率继续发展，那么今天的股价就几乎不能超过1929年的高位，而我们就需要整整这6年的时间才能从1962年的经济衰退中恢复过来。

由于“变化之法”是唯一永恒不变的历史法则，我不愿意接受这样的假设：可以将过去最近的记录机械地照搬到未来。保持些许怀疑态度通常是一个好习惯。

请注意，我并没有反对将普通股加入养老基金投资组合。恰恰相反，人们接受普通股所费时间之漫长以及随后发生的开心抢购，直到现在还不断地令我大感诧异。即使股价的上升趋势比过去20年变得更加缓慢和起伏波动，我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



仍要充分利用普通股带给养老基金经理的千载难逢的投资机会。

那么，唯一的问题不是“是否”而是“多少”?

实际上，这就引出了本论文中我的主要论点，即我要警告大家切勿被卷入当前热潮：做得干脆利落点，彻底抛掉债券批量交易，然后匆忙爬上普通股这趟乐队花车。

似乎任何人都需要被提醒一下这个事实：我们生活在一个极其反复无常的世界。预测无疑是有趣的，但肯定充满了危险。某些人有时候的确是猜对了，但没有人能随时百发百中，实际上我们大多数人在大部分时间里却是屡屡犯错。或许，未来20年中再出现的牛市会使现在的这一个显得相形见绌。另一方面，就是因为不太可能再出现一次金融大崩溃，所以未来牛市的机会还是有的，如果我们完全否定了这种可能性的话，我们就愚昧了。只是我们现在谁也不知道最终答案罢了。

然而，尽管我们生活在一个前途充满未知的世界，养老基金的受托人也已承诺他们将在风调雨顺的日子里支付一定的金额给受益人。我们已经许下明确的诺言，要在本质上是不可预料的将来兑现承诺。然而，重要的一点是所做承诺是无条件的：它必须被实现。

用投资组合管理方面的行话来说，这就是告诉我们，尽管我们自然是想比精算师为我们制定的最低要求做得更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

好，但达不到要求的后果将是致命和灾难性的。冒着极大风险希望超额完成所有任务的受托人是一个极其不负责任的人——这种人绝不是没有。正确的养老基金投资策略限制风险，这样即使将来出现意外和不利的结果，也绝不会危及精算师制定的最低目标。对于利润分享基金、基金会、教育机构或个人投资组合而言，由于其不存在契约责任，这些限制可能是不必要的。养老基金投资组合需要慎重和明确考虑各种问题，是因为和受益人之间存在契约关系。

从这点来看，当今的债券市场真的是名副其实的美味大餐了——尽管现在有那么多的人不喜欢它。如果我早些时候关于通胀的评论结果是正确的，则它更是诱人。对于AAA 资质，可获得大于 6½的收益，而具有精力和资源的基金经理精挑细选后，则更是获益良多。在收益远远超出基金按契约应付给受益人的金额的情况下，这些契约（需要依法执行和兑现的契约）是能够正常履行的。如果现在只购买 AAA 债券，那就简直无法避免超额完成精算要求。不费吹灰之力就可坐享其成。

然而，从我的基本假设出发——未来是不可预料的，恐怕我不能让你的生活变得太简单。在这里和别处听到的各种理由都说明，普通股确实应该在投资组合中占有一席之地，而债券确实有自身的局限性。所以你确实还得继续操劳。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

然而，固定收益投资所产生的丰厚利润可进一步减轻你的忧虑，即使不能减少你的工作量。由于目前这些收益大于精算要求，它们提供额外的安全缓冲，这样为了获得大的利润，你就可进行大胆有效的冒险。如果这些冒险最终赔了，你可用债券获得的额外收入弥补损失；如果它们最终赚了，你就获得了成功。

这样的规划和我的普通股投资方案配合得天衣无缝。我反对购买股票，是因为收益问题，又或是因为其下行风险较小的缘故。我相信，你迟早应该购买你指望能大赚一笔的股票。通常，客户的心理因素或资金情况迫使我实施这样的策略，但只有当客户们同意时，我才这样做。

简而言之，我想说的就是，目前在养老基金投资组合中保持较大的债券比重绝不是彻底的极端保守主义行为——占较大比重的债券就像龙骨，你需要它，它能使你高举普通股之帆，并将冒险之船航行到自由的海洋。

这里是提醒你的好地方，请关注下面这些简单明了但又极其重要的运算：没有哪只普通股能跌破 100%，但它们总有无限升值的机会。因此，你的面临的风险总是可以测量的。如果普通股按成本计算只占投资组合的很小一部分，那么丰厚的债券收益就可弥补你的损失；再说如果它们真的为你带来了好处，那么在评估你的业绩时，所获得的利润就能为你创优增添很大的份量。我要重申以下理由：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我们相信这是理想的结构，它让你能够建立大胆积极、高效益的普通股投资组合。

在你不定期购买债券时，请不要把它们晾在一边就不管了。如果债券在你的投资组合中占据了半壁江山或更多，那么它本身就值得很多关注。债券市场也在发生变化，它充满了诱人的机会，可以操纵收益率曲线、公司和管理机构之间的价差以及利率的重大调整。我们认为，为了寻求赢利机会，始终应该实行大胆积极的债券投资管理；但通常是在制订战略性决策，刻意使债券投资占总投资基金的很大比重之后，人们才实施这样的管理。

我们还认为，在目前这个特殊时期，可转换债券市场提供了特别的机会；最近几个月内，我们已将大量的直接债券换成了可转换债券。举一个例子——其实有许多像这样的例子，让我们来看看美国航空公司的可转换债券：票面利率为4.25%，1992年到期，售价80美元。在这个价位，到期时收益为5.80%。无可否认，与现在一个到期日相近的较好的直接债券相比，其收益至少要低100个基点。然而，如果美国航空公司的普通股从当前最高20多美元的价格回升到47美元，则可按票面价值出售这些债券；事实上，在1967年的大部分时间里，普通股的售价高于40美元。你不觉得它有机会在1992年（债券的到期日）之前反弹到47美元吗？如果它到1980年就升到了47美元，那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

么我们到时就按票面价值出售债券，则我们当时的收益将是6.70%，结果相当于获得了12年的直接收益，就是现在的30年期债券的收益。如果普通股能够在未来7年内随时恢复到47美元，我们的收益将超过8%。已经不错了，考虑到下行风险较小，而且我们在这里做出的只是保守估计。

如果你现在问我，未来一年中债券和股票的价格走势如何，我会说：我预期两者都上涨。这只是把我所期待的结果告诉你，但将来情况未必如此。如果你要我做5年的预测，我得承认，我完全不知道该说什么才好，我更不会为其他任何人的预言下很大的赌注。

尽管对个别公司进行判断是更容易的，我仍认为猜测市场不能作为投资组合管理的坚实基础。我在这已经强调过，养老基金经理的确明白，他们要承担一定的契约责任；他们也确实清楚，通过进行同样依赖契约责任的固定收益投资，现在他们可以轻易地履行那些义务。考虑到普通股的收益和红利，尽管我们对它们寄予了希望和期待，但我们对局势的发展仍是一无所知。我从未发现我对市场的预期与它的实际情况之间存在着任何必然的联系。

投资组合管理是一门艺术，将投资决策与承担风险的能力和承担风险的必要性联系起来。风险是一个有用的关键字，因为它强调我们对未来的无知。一方面，养老基金的长期性特点和不断的资金流动使高风险投资成为可能；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

另一方面，投资固定收益证券可获得的高收益迄今超过了精算要求，所以我们不必冒大风险。

但正是由于这些综合因素的存在，使以最低风险获得最大收益这样的理性投资组合策略成为可能。我们无须猜测今天、明天或下一年的证券价格。我们进行很大比重的固定收益投资，然后无所顾虑地在富于想象、大胆积极、反应迅速的普通股投资中寻求最大的财富，这样的投资组合真的是万无一失了。

对股权的狂热崇拜完结了么

没有人会否认机构投资者对股票市场的重要影响，他们的影响正与日俱增。也没有任何人怀疑各个机构将不断地进行数十亿美元以上的投资。然而在过去的 7 年里，公开发售普通股的年净增长低于 10 亿美元。机构投资的增长规模与可供购买的已发行普通股的“小气的”净增长形成鲜明对比，在这样的情况下，几乎没有人怀疑将来普通股是会长期短缺的。我们怎样才能填满机构投资股票时的明显贪而无厌的胃口?

这个问题的答案对于制订成功的投资组合策略来说，显然是至关重要的。然而，关于本问题的传统理论几乎还未受到质疑。更糟糕的是，传统理论是根据过去的事实进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

行推断得来的，而推断的难点在于它无法识别发展趋势中出现的曲折现象——或者将来还会出现全新的情况。

让我们从最近由纽约证券交易所公布的预测开始讨论。在1970年1月发行的《规划展望》（*Perspectives on planning*）第5期，标题为《公司股票的需求：预测至1975年和1980年》的文章预测，在1968年和1975年间机构对普通股的需求将翻番，其后在1975年和1980年间再增长大约20%。这项研究根据以下三个假设，预测未来10年中公司股票市场的不断成长的机构化发展：

1. 机构储蓄增加；
2. 机构投资股票的诱因增加；
3. 普通股发行量减少，这由以下事实反映：每年公司股票的新发行净额比公司型基金少十亿美元。

我在这要提出不同的观点：未来新股票的供应量将比过去大大增加；近来事实也许表明，“促使机构持有股权的诱因”的增加并不是那么确定的；要预测个人投资者所持普通股的清算净值更是难以确定。总而言之，看来根本无法预测股票将是长期短缺的；就算真的如此，所缺的量也可能不大。

通过考虑将来新股票的可能供应量，让我们开始进行分析。奇怪的是，刚才引用到的Saffer的研究仅仅关注需求情况，并未试图独立预测未来的供应量；它只是根据近

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

来净供应量远低于机构的需求这一事实，就做出了简单机械的推断。

对未来股票供应量的可靠估计要依赖下面的基本假设：如果将来美国的商业活动保持较高水平，甚至发展到更高水平，我们过去短短几年的资本市场中的旺盛需求将更加持久，而不是昙花一现。（当然，如果将来商业活动不能保持较高水平，或者如果我们面临长期的经济停滞，那么无论如何也没有人，包括机构，打算购买普通股。）我们知道，国家和地方政府以及住宅建设区需要大量资金，并且这种需求将持续下去。但如果我们总体上保持经济繁荣，那么外部融资的商业需求也将是巨大的；主要是因为现在的商业流动性是那么低，内部现金流量不足以为进一步发展提供资金。

数字是醒目的。自从1962年以来，公司的销售额几乎翻了一番，但营运资金只上涨了三分之一。在流动资金方面同样如此，形势更加紧张：在1969年底现钞和政府证券是630亿美元，并不比1962年底高，而当前债务已从1 710亿美元暴涨到3 250亿美元。在过去的这7年，总留存收益流量（总现金流量减去股利）上涨不到50%——这是一个经济显著增长加上通胀的时期——而且总的公司债务接近翻倍。

那么，公司外部融资现象呈现这样的急剧上升趋势就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



不足为奇了。从 1960 年到 1964 年，平均只有 124 亿美元可作为流动资金填补公司的需要。然而在接下来的 5 年中，年平均外部融资为 287 亿美元，是上一时期的 2 倍多。仅在 1969 年，它就跃升至将近 400 亿美元。

再按照这样的假设，我们的经济将繁荣昌盛，经济增长将很大程度上继续依靠外部融资，因为内部资金来源完全不能满足需要。1969 年的总留存现金流量为 650 亿美元，仅在厂房和设备开支方面的缺口就高达 100 多亿美元，这还没考虑到从存货、应收账款以及外商投资方面筹集的资金——甚至未考虑到在几乎用光剩余的现金和公债后，人们想重新获得它们的愿望。换句话说，流动资金是供使用的资金，而不只是充当资金的来源。

当然，绝大部分所需资金仍将可能通过举债而不是发行股票来筹集。甚至在当今的利率政策下，利息是可减免项目，但要从税后收入中支付股利。而前面两个考虑表明，股权融资将比过去提供更大比例的资金。

首先，正如我们已经看到的那样，公司债务和总留存收益都在增加，但前者的增长率接近后者的两倍；这一情况出现在这样的时期：无论按照任何历史测量标准，利润增长都是迅速的；急速增长的固定资产科目和新的税收优惠政策使得计提折旧更加强劲增长。结果，许多公司的财务人员现在更加精打细算，并重温关于滥用债务的危险性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的加尔文教条——这是贷款人完全赞同的一个观点。

其次，虽然利息支付无可否认是可免税的，但是近年来借贷成本和股权融资成本之间的差额已经缩小。当税后净债务成本超过4%并因此频繁束缚管理层的自由决策时，新发行的普通股就开始展现其迷人之处，尤其是因为它带来的资金永不需要偿还，而且也不会对管理人员施加任何约束。当然，如果我们将来面临的是持久的萧条股市，上面所说的就毫无意义了；但若将来情况和假设的一样，那么谈论普通股的短缺同样是离题的。分析的确表明，在市场状况良好时新发行股票将大量涌现，只要利率保持在当前水平附近即可——而利率锐降则意味着商业情况与我们所做的经济持续繁荣的基本假设相反。

但很明显，股权融资的动力是如此强大，甚至在市场状况不佳时它也能继续存在。例如，最近新泽西标准石油公司发行的股票在极度低迷的价格中挺了过来。实际上在1969年的熊市中，新现金股票的总发行额从1968年的41亿美元升至79亿美元，比1963年—1967年这5年间发行股票的总额还要高出70%。按期权发行股票以及可转换债券换成普通股另外增加20亿美元，这样一年的销售总额就达到了相当大的100亿美元，尽管当时市场状况几乎停滞不前。

但并不是历史测量标准放大了这个数字。首先，100

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

亿美元与1969年公司债券新增的130亿美元发行量相差并不大；实际上，这130亿美元也小于1963年—1967年平均值的两倍。其次，100亿美元等于在当前交易活跃水平下，纽约证券交易所至少20天的交易额，实质上意味着大量资金是从证券市场获得的。或许最重要的是，100亿美元就大约等于1969年全部非银行投资机构所购买股票的总额，这样就对被普遍认为的普通股短缺的观点明确提出了一些质疑，正如我们马上可以更详细地看到那样。

况且，这个数字并不包括通过可转换债券筹集的资金，可转换债券融资在1966年不到20亿美元，但在1967年攀升至45亿美元，1968年为33亿美元，去年则接近50亿美元。由于这些债券正被它们的持有人逐渐转换掉，这意味着将来就有大量的新普通股供应。而且随着利率保持居高不下，可转换债券融资所占比重将可能继续加大。

因为收购狂潮的出现，近年来证券市场上新股发行的势头在某种程度上有所减弱。在1968年和1969年，并购交易吸收资金超过20亿美元。然而，未来几年华盛顿政策的调整以及各大公司令人失望的业绩将共同扭转这种形势。此外，由于通过这种途径而消失的许多股票已被可转换债券取代发行，所以它们的消失只是暂时的，而不是永久的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

还有另外一个因素影响股票公开发行的净变化：公司对自己的股票进行资金回笼。这个数字决不是无关紧要的，因为它跃升到了20亿~40亿美元。然而，它是无迹可循的，并且真的不可预测。关于它，我们最多只能说，仅当股价较低时它才有可能产生重要影响，这是因为价格高时公司就没多大兴趣买入自己的股票。因此，就算将来可能存在普通股短缺现象并促使股价上升，资金回笼也不会对加重这种情况产生太大的影响。

总结如下，较低的流动资金、沉重的债务和巨大的资金需求将使成本高昂，所有这些情况说明，新股的发行量将保持在极高水平上，甚至可能继续攀升。我们因为“看到”新供应量那么小就谈论股票有可能短缺的日子一去不复返了。当然，所有这些分析是否正确有赖于我们假设的准确性：我们的经济将继续繁荣昌盛；但值得重申的是，在经济萧条或停滞时期不管供应情况如何，我们几乎都不能指望拥有长久的牛市。

但需求情况会怎样呢？那些对将来机构普通股需求所做的让人迷惑的推断是否准确？那些发展趋势中会出现曲折现象吗？

金融机构持有公司股票的净增长模式是奇特的，因为其发展趋势比大多数人了解的更复杂。数字关系之复杂程度比研究这个问题的大多数分析家所愿意承认的要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

高很多。有关数据如下表6—1所示：

表6—1　　1962年—1969年持有量增长数据

（10亿美元）

持有量净增长	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969
储蓄银行	0.1	0.1	0.1	0.2	0.0	0.2	0.3	0.3
人寿保险公司	0.3	0.2	0.5	0.7	0.3	1.1	1.4	1.4
火灾和事故保险公司	0.2	0.1	0.1	0.1	0.4	0.6	1.1	-0.3
私人非保险养老基金	2.2	2.2	2.2	3.1	3.7	5.0	4.7	5.3
国家和地方退休基金	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5	0.7	1.3	1.6
开放式共同基金	0.1	0.6	0.7	1.2	1.0	1.5	1.5	1.5
非银行投资机构合计	3.1	3.4	3.9	5.7	5.9	9.1	10.3	9.8

来源：所罗门兄弟和赫兹勒公司。

注意：本分析不包括国外对美国股票的需求。虽然1968年的数字非常大，但发展趋势是毫无规律和飘忽不定的。对未来需求的任何估计皆可能因为不准确而不能用。

表6—2是Saffer就1975年为这些特定的机构投资者所做的预测：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表 6—2　　saffer 的预测数据

	（十亿美元）
储蓄银行	0.2
人寿保险公司	3.9
火灾和事故保险公司	0.9
私人非保险养老基金	11.1
国家和地方退休基金	1.2
开放式共同基金	6.8
合计	24.1

Saffer 的历史数据和定义与所罗门兄弟公司所采用的略有不同，但是数量关系的总体情况（Saffer 对 1968 年所作的合计是 107 亿美元）足以表明，若按过去的发展趋势对未来进行预测，你就可以推算出多么大的数字。

Saffer 根据两个计算结果做出预测。首先，他估计机构未来几年的净购置资产。其次，他估计将来在机构投资组合中公司股票所占的百分比。他的奇思妙想源于对市场股价上涨（当然是 9%！）的猜测，但我们在这里不需要关心这个。其实，我看也不必因此为他对机构资产增长的估计而争论起来。重要和关键之处在于，他所做的大多数预测都指出，未来机构投资组合中的股票比例将真的会急剧上升，如下表 6—3 所示：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



表 6—3　　股票在投资组合中所占百分比的预测

	股票在投资组合中的百分比			
	1958	1963	1968	1975E
储蓄银行	2.3	2.4	2.7	2.5
人寿保险公司	3.9	5.2	7.8	17.7
火灾和事故保险公司	34.2	37.1	42.0	50.0
私人非保险养老基金	41.2	52.0	64.4	80.0
国家和地方退休基金	?	3.9*	7.6	15.0
开放式共同基金	88.6	87.7	89.0	90.0

* 1964.

但我不知道，对 1975 年的这些预测我们能抱有多大的信任，因为许多过去有效的因素可能在将来发生非常大的改变。

首先，火灾和事故保险公司的净购买模式肯定尖锐指出，任何形式的机械推断都存在危险性。请注意：从 1962 年到 1965 年的趋势完全平坦，在 1965 年和 1968 年之间的是陡峭上升，接着在 1969 年清算净值突然颠倒过来。根据这些投资者的情况去估计未来购买量，我们能说发展趋势是向上、向下还是横走吗?

其次，由于普通股的最大的机构买家是私人非保险养老基金集团，过去 3 年中他们对普通股的净购买趋于平稳，这对股票市场的机构总需求也有重大影响。普通股已占他们资产的将近 2/3，为什么将来他们还应该加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

速购买普通股，这实在让人难以理解，但 Saffer 的数据提示这是有可能发生的。实际上，大多数情况下公司债券带来的收益是精算要求的 2 倍，其所提供的竞争力不容忽视；另外，随着房地产投资对股票痴迷者的日益诱惑，因此有人可能这样认为：养老基金被投入股票的现金流量就是很容易平稳或下降，而不是上升。

另一方面，国家与地方养老基金购买普通股的显著增长速度也可能继续加快，因为它是从如此低的基础开始成长的。但相对于总额来看，其所占比例仍是很小，所以它对股票总体需求的影响将是比较小的。

人寿保险公司 1967 年的股票购买量出现了跃升，但自从那以后，其发展趋势一直是莫名其妙的徘徊不前。然而，假如现在大型保险公司正极力进军股票交易市场，这样即使 Saffer 的估计最终是过于乐观的，他们的股票购买量也应该迅速上升。

令人关注的问题不是“将来他们的股票购买量是否扩大”，而是“将来那些增加的购买量是否就是属于普通股需求的净增量”。有人可能认为，将来人寿保险公司用它们客户的钱购买的普通股中有一部分其实是客户也愿意自掏腰包购买的，如果客户没有将那些“专项资金”托付给保险推销员的话。

这个问题与开放式共同基金的股票购买量有更大的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

直接关系。在20世纪40年代和50年代，这些基金毫无疑问吸引了本该投资于储蓄银行、美国储蓄公债、或普通人寿保险的资金投资了股票。虽然今天的美国家庭习惯了持有普通股的观念，但那些患有“1929”恐惧症的人不再是证券购买者中的重要一员。现在大多数家庭关注的问题是“如何着手构建和管理普通股投资组合”，而绝非“是否持有某只股票”。

简而言之，这意味着：在各方购买股票的需求中，共同基金的需求的主要部分和人寿保险的需求中不确定但可能占较大比例的部分其实是个人需求的替代，而不是普通股需求的净增长。我们将很快在个人需求的讨论中继续探讨这个问题。

这样的分析确实说明，机构股票持有量的影响力是难以预测的。虽然机构投资组合中极大增加的交易额也极大地增加了它们在每日总交易额中所占的份额，但这与测量它们的净购买量是大不相干的。这些数字在20世纪60年代明显上升，但其中大部分数字到1967年就达到了顶峰。我们真正想知道的是：1967年之后的平坦趋势只是暂时的停顿呢，还是在预示着未来的真相？机构购买的股票中，有多少股是代替个人投资的？又有多少股是对个人投资的补充？现在没人能够为这些问题给出充分肯定的答案，也就无法可靠估计未来3年、4

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年、5年或10年的普通股总需求，尽管这种研究仍是一项充满诱惑的“时尚娱乐”。

持有普通股的个人投资者的决策和影响力显然是至关重要的。不管机构在过去20年左右积累的普通股数量有多么庞大，个人仍占有大约5 000亿美元的普通股，接近总量的80%；即使我们将共同和个人信托基金的持股量从个人转到机构分类下再进行统计，个人持股量仍超过总量的60%。这真是一个可以满足机构需求的巨大“水库”。

我们能预计未来有多少个人投资者将成为净卖主？我们确实知道在该10年的前半部分时期，他们总体上年平均变现大约40亿美元，但在1968年升到了135亿美元这个大数目，而1969年则保持在相对较高水平上，接近80亿美元。

很多个人变现行为都不是自愿的，主要是为了支付房地产、赠予和资本利得税所必需的现金。每年都有金额不定但很大笔的款项捐给慈善组织和教育机构，这些组织和机构接着又将收到的捐款中的大部分钱用来购买股票。两者促使个人变现率增加。

有二个重要因素可能对个人投资者对普通股的态度产生重大影响：一是专业资产管理的需要和愿望，二是具有竞争力的投资形式的吸引。两者促使个人变现率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



增加。

对专业资产管理的需求源于：小额交易的佣金成本可能越来越高；还有一个被普遍接受的观念，即专业人员比普通人更擅长投资管理。我们作为基金经理并以此谋生，其中有人同意也有人反对这个观点；尽管1969年的市场行情使许多业绩记录严重受损，但毫无疑问，专业基金经理现在也挣得了一个迷人光环，类似于以前只有心理分析学家、脑外科医师和宇航员才能戴的那种。投资顾问行业扮演着管理数十亿美元信托和教育基金的角色，在其推广促销的强大攻势之下，普通个人纷纷加入到让专业人员为自己理财的行列。虽然在1969年人们意外发现股票也不能阻挡通胀，但这点“知识”对提高个人投资者的理财自信心并没有什么帮助。

第二个促使个人变现更多普通股（或购买更少）的因素是，其他投资方式的吸引力在增加。债券市场就是这样一个明显的例子。根据所罗门兄弟和赫兹勒公司的资料，在1969年个人投资了250亿美元到公开市场债券，比1966年信贷紧缩时期的投资额超出大约75%，接近1968年投资额的3倍。在原本几乎由机构一统天下的市场里，个人投资者现在已经变成了其中的重要一员。只要债券继续比普通股和储蓄存款产生的收益高得多，就没有什么理由让他们退出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

房地产已经变成另一个有竞争力的投资渠道。可获得的诱人利润、房地产历来对通胀的免疫力，以及所拥有的东西能给你带来摸得着的舒适感，所有这些都给房地产领域带来了不断增加的新鲜兴趣。已经形成了多种证券以满足这种需要，房地产投资信托基金就是一个例子，还有就是人寿保险公司提供的房地产共同基金投资方式。所有这些投资渠道将来就会抽走原本可能投入股市的资金。

因此，债券市场的诱惑、房地产市场的新面貌、专业基金管理人的魅力，以及普通股对1969年通胀的无能为力，所有这些因素一起使得个人比以前缺乏持有普通股的兴趣。如果真的是这样，那么个人持有股票这个巨大“水库”就更容易被机构挖开：即不必把价格抬得那么高。

就此而论，值得再看一下Saffer的研究。一个最令人感兴趣和重要的事实出现在他的论文的统计附录中：自从1958年以来，个人持有公司股票（按市值计算）占他们总金融资产的42.4%～46.5%，这个变化范围比较窄。换句话说，整整10年间净变现只是大致抵消了股价上涨。

现在Saffer预测，将来个人持有公司股票时，他们仍想使股票比例保持在总金融资产的45%左右。他对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



个人资产增长和股票市值上涨情况都做了预测，然后根据上述预测结果用这个 45% 的比例进行计算，得出个人投资者在 1975 年的清算净值是 279 亿美元，这是一个巨大的数字，超过 1968 年净值的 2 倍，差不多是从 1963 年到 1968 年的年平均值的 4 倍。这个数字是那么大，实际上它也大于他所预测的 1975 年 271 亿美元的机构总需求（此数字包含非营利机构的总需求 30 亿美元；在表 6—2 和 6—3 中，非营利机构也加入了分组统计）。

虽然有人可能不同意 Saffer 的分析方法，但是他的分析结果加上我们已经讨论过的因素都暗示股市价格肯定下跌。如果个人变现股票完全满足机构需求，谁会购买那些新发行的数十亿美元的股票呢？而这些新发行股票好像注定要在未来几年中投放市场。

对于需要 1975 年和 1980 年的精确预测数字的人来说，也许这样的分析未免太随意了。但现在分析准确程度也就那样：对普通股长期短缺的预测之可靠性为零，这是因为未知因素比那些做这样简化估计的从业者所愿意承认的还要多。正如我们刚才已经看到那样，有人甚至可以做出股票将是过量供应这样的分析结果，即使对于长期规划来说那样的分析很不可靠。

这的确告诉我们，供应和需求的根本情况，特别是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

需求，是非常不确定的，无法帮助我们预测市场的未来走势。所以，“长期牛市”将来只好找别的地方落脚。

你见过琼斯先生吗

风险是投资决策的主要考虑因素，是每一次冒险的忠贞伴侣，是投资能否成功的最终决定因素。虽然我们大多数人购买证券时都知道必须考虑所选单个投资项目中存在的风险，但很少有人对风险和整个投资组合之间的关系给予足够的考虑，甚至更少人会考虑到，他们生活中其他方面存在的风险可以而且最终必定深刻影响他们投资计划的结构和结果。

最近，在另一个金融机构的一个朋友向我们叙述了一个故事，戏剧性地例证了上述观点的真理性。我们因此在这里重述这个故事的主要内容，当然我们更改了某些细节，以保护主人公的身份。

琼斯先生 55 岁左右，已婚并且有一个年龄接近上大学的孩子。他从事一项备受尊重且薪水颇丰的职业，他的工作绝对需要经常用眼。他以前得的疾病发展缓慢却不断加重，结果现在他已无法按工作需要正常使用眼睛。以前的客户因此流失他处，他的收入随之缓慢而稳步地缩小。他没有别的谋生技能，也没任何兴趣再去学

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



习充电。他从未想过让妻子找点活干，以帮补家用。

琼斯夫妇多年来存了大约 75 000 美元。现在物价高而且税率不断增加，仅靠工资收入进行储蓄，75 000 美元已是一大笔数目了；然而，即使他们过着朴素的生活，这点存款的收益也很少，更不足以供儿子接受高等教育。还有大约 20 年的预期寿命，这些人要么对自己人生的整条道路进行大修，要么就可能面临“比自己的钱财长命”这种令人不愉快的局面。他们迫切需要找一个能创造奇迹的超人，而不仅是一个投资顾问。①

琼斯先生坚称自己一直是“一个最保守的家伙”，并反复强调他的财务保守主义是如何使冒险最难以被接受的，即使在客观情况更有利时也如此。况且，在这种金融游戏的舞台上，若表演稍有不慎则整台戏都会砸了，所以那里险象环生，几乎没什么有利条件可言。

但本故事的荒唐之处在于，琼斯先生在自己的人生中已经冒过无数的险，但每次冒险都失败了，现在急需寻求一些绝世的灵丹妙药将他解救出来。

他的人寿保险有现金价值吗？没有，他的所有保险都是和他的专业协会在一起的团体保险，如果他从正式

---

① 尽管有一些被广泛接受的、流行的错误观念和一些不时出现的短暂的与之相反的迹象，但这是两种不同的职业。请别把投资顾问当超人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

工作岗位退休，则保险可能终止。他有残疾保险吗？这样一旦出现意外就有保障。没有。他尝试过招一个年轻小伙子做合伙人吗？那样的话小伙子现在就可以接管他以前的客户，到时再将收入的一部分发给他。从来没有。他的太太有兴趣获得谋生技能或知识吗？如果他生病了，她工作就可以补充收入。也看不出她有什么兴趣。

回顾过去，是他的独立、自信和良好的赚钱能力怂恿了他，促使他鲁莽地冒了几乎令人难以置信的风险（尽管绝不是罕见的）。如果他参加终身人寿保险，购买残疾保险，招一个年轻小伙子一起分享他的收入，鼓励他的太太追求她的学业，那么今天他在储蓄银行的存款就可能少于75 000美元，但他的处境可能会好得多。毫无疑问，他的储蓄收益加上这些额外的有保障的收入，就差不多能满足他的需要了。就算到时不得不提取本金，他也可以做得更潇洒一些。

因为他没有采取任何这些预防措施，所以实质上他冒了一个巨大的危险：他以为自己的赚钱能力足够大并且持续时间足够长，一家人足以过上丰衣足食的生活，一直到他们老得再也没有任何机会“比自己的钱财长命”。赌桌上最大胆的赌徒也不愿意面临这样的赌局，就算他愿意，他也拒绝为此而下任何的赌注。考虑到他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

将损失的东西，能赢的机率实在太低。

琼斯先生显然远非他自己认为的那样保守。反思之后，实际上，他在规划自己未来人生时的鲁莽行为，迫使他在管理自己的储蓄时，实行了既没必要也是不幸的保守主义。如果他改变理财方式，将家庭收入用于预防疾病和年老的风险，那么也许他在自己储蓄方面冒的风险更大一些；但他可以先购买一些普通股，然后再考虑填塞储蓄银行的金库。在这个男人的工作期间，甚至股市也可能带来高额的利润。因此，就算他因为购买了“保护费”，储蓄占自己工资的比例减少了，但他今天的财富不会因此而减少，或许反而他会更加富有。

虽然我们对这篇报告做了生动的转述，但我们的目的不仅仅是为了搞笑。在工作当中，我们经常遇到像琼斯先生这样的人。我们的感觉是：我们大多数人都熟悉像琼斯先生这样的人，而且世上这种人比我们所想像的还要多；我们偶尔也会发现镜中人其实就是“琼斯先生”。很少有人能够诚实地或者一贯地面对风险——它的必然和它的后果。如同台球选手扭转自己的身体，希望可以神奇地改变已经滚出去的球的方向那样，我们在自己的某些决策中也倾向于使用“身体语言”，结果我们在其他方面就不得不铤而走险，妄想越过篱笆抄近路。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

人性本来如此；在生活中，大多数“琼斯先生”学到这个教训时也太晚了。但我们必须承认，这个教训为我们自己的工作增添了极大的热情；因为不经过这样的分析，就不能制定涉及风险的投资决策。我们在工作环境中发现，除了算术之外，要操心的东西还有很多很多。

关于投资组合规划

如果未来是已知的，投资咨询就没有存在的理由。但无论情况是好是坏，投资过程中都需要为总是不确定的未来制定决策。因此，风险（最终事与愿违的可能性）是投资组合管理的讨厌但又不可避免的同伴。虽然每位投资者都想赚尽可能多的钱，但他必须充分考虑错误投资可能产生的后果，然后选择自己到达目标的途径。

我们认为，这种分析方法使投资计划变得更有目的、更高效，优于传统上将投资目的按收益、安全和资本增值进行分解的做法。只专注这些目标中的任何一个，其代价都可能是极端昂贵的。追求高收益可能迫使人们过度冒险，以致损失的资本抵消了所获得的收益；要求资本安全，则资本的购买力可能在通胀时期有所损

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

失，这样又是冒险；只选择上涨的证券，但这些证券不时急剧下跌，真是令人讨厌。

因此，只选择其中一个投资目的——收益、安全或资本增值——就涉及到这样大的风险，这是因为排除其他两个目的，就可能无法实现单个目的。当然，同时实现全部三个目的就更理想了——每个人都想使自己的资产和购买力尽量增大，并希望在努力创造财富时免遭损失。但这也是不可能的。

因此制定投资规划时，从一开始我们就必须认识到根本无法避免这样的可能性：最终可能事与愿违以及所选的证券可能无法达到预期目的。在这样的前提下，各个投资者的投资组合的区别之处在于，如何根据损失和错误的后果调整投资策略，以使财富最大化。通过这些根本考虑，调整投资组合的结构以及它所包含的各个证券。

这就是为什么我们开始进行投资组合规划时，要分析投资者承担风险的能力，以及检查投资错误对他的财务（和心理）安全所产生的后果。这不仅涉及损失的大小，如果损失需要弥补，则弥补损失的能力也很重要。预先研究年龄、保险、家庭责任、工作安全、现金储备等问题，从而确定投资者可以承担（和应该承担）多大风险，以及确定他的持久力（使他避免在证券价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

值低迷时不得不变现和退出市场的能力）。仅当变现行为是出于投资者的自愿而不是迫于不可抗力时，投资才能成功。

一旦我们看到，投资是在适当考虑损失后果的前提下，使资产和购买力最大化的一个过程，投资组合规划就变得更简单，实际上可以更加变化多样。例如，在成长型股票所带来的资本增值机会出现时，为什么所谓的孤儿寡妇类型的客户就应该放弃资本增值好处呢？当这样的增值机会出现时。如果这些成长型股票带来更高风险和较低收益，那么应该只购买数量有限的成长型股票，但没有理由排除它们：无论任何时候，每位投资者都应该至少持有一些他或他的顾问认为是最有前途的证券。

再举一个例子，为什么商人就应该不要免税债券可获得的高收益呢？只是因为他的收入大到足以维持如意的生活标准？或者只是因为他可以承担普通股固有的风险？未花费的收入是对资本的增加——它增加人们的资产，比通过股票升值增加资产的方式还要好，因为它是确定的（而且，通过市政债券还可以免税）。因此，虽然我们的商人客户向我们强调，与收益相比他们更渴望升值，但我们向他们指出，既可以通过附加收益也可以通过升值增加资本；风险大大减少时，投资目标会缺乏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

业绩。

按照同样的分析方法，我们很少使用普通股的习惯名称，如“收益股”、“防守股”、“成长股”，以及所有股票中的“商人的风险股”。投资的目的是在适当考虑所存在风险的前提下，使收益和资产最大化；由于普通股本身存在最大程度的风险，购买它们就是为了指望资本大量增值；除此之外，我们根本看不到还有别的目的。考虑到存在的风险，在当今的证券市场上，固定收益投资明显比普通股提供更大的收益。希望所购买的“防御性”普通股不会下跌，这就偏离了以下重点：固定收益投资能更好地确保资本安全。现在普通股的唯一诱人之处在于资本有望增值，但是总投资组合中的普通股所占的比例，还有投资者购买的任何单只股票的数量都必须加以限制，这是因为他对未来情况的假设可能最终是错误的。

由于未来总是会——而且经常的确如此——事与愿违，所以我们设法避免出现极端情况，因为成功有赖于完全准确的预测：全部抛售、在市场上保留100%的股票或保持比重过大的某只股票，所有这些意味着要有预测未来的超凡能力，而这种能力连预言家诺查丹玛斯（Nostradamus）本人也不具备。错误投资的后果也可能是灾难性的。即使要承担这些后果，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

也不要影响到投资者财务管理的其他方面甚至他的人生道路。

其实我们强调的是，错误投资后果是投资组合规划中最重要的考虑因素。投资者可以问自己的最重要问题是：证券价值的改变对自己家庭现在和将来的生活水平有多大的影响？风险承担能力的评定必须从这里开始。如果资本急剧收缩明显影响家庭日常生活，或如果资本大幅度增值对生活方式影响甚微，那么我看没必要持有较大比重的普通股；另一方面，如果损失后果是轻微的，但大量收益可以真正改善现在或将来的生活水平，那么我们赞同制定大胆积极的投资计划。

总而言之，投资组合规划虽从谨慎考虑出发，但它的战术和策略可提供大的回报。

如何在赋税转换时不损失金钱

投资顾问不是会计师，也不是税务顾问。但是由于投资顾问的大多数客户认为他是（在其他方面，他们有时认为他是），所以我们不可避免地要赶上每年一度的“用损失抵消资本收益和用收益弥补损失”的“急速旋转的伊斯兰教苦行僧”的疯狂仪式。

在我们的经历中，我们发现许多这样的狂热行为是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



愚蠢的，这些行为导致不明智的投资选择、不必要的开支以及无谓的运作。那么，在这里提供一些提示给大家，它们与那些将很快塞满邮箱和充斥金融专栏的平庸的赋税转换建议还是有点不同的。

○请不要有"自大狂想症"

许多人夸大了他们要支付的资本利得税的比重。在只对利润征税时，有人甚至误以为税款高达股票总价值的 35%。而且在很多情况下，利润征税低于 35%。

长期资本利得税的计算方法如下：你的长期净收益的一半被加到你的固定收入上，并按你的最高税率等级征税。从另一个角度说，我们可以说长期利润的税款是这样计算的：减去因为长期损失产生的扣除额后，用利润的一半按您的最高税率等级计算。

但这意味着现在的资本利得税比重低于 35%，除非你的应纳税净收入（所有来源的应纳税总收入减去所有的免征税款和扣除额）大于 44 000 美元，或除非你的利润使它超过那个数字。比如说一对已婚夫妇的资本为 15 000 美元，如果他们没有资本利得，则缴纳大约 3 200 美元的所得税；如果他们获得了 6 000 美元的长期净利得，则他们的 18 000 美元（15 000 美元加利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

润的 50%）要纳税，税款共计 4 100 美元。因此，由利得所产生的税只有 900 美元，或比重是 15% 而不是最大的 35%。一对夫妇的应纳税净收入高达 30 000 美元，获得 10 000 美元的长期利得，则由于利润需要纳税 2 100 美元——比重小于 35%。

○ 请不要让你的经纪人发财

赋税转换也要花销。每次交易经纪人获得大约 1% 的佣金；另外，大多数股票出售是按市场上的出价达成的，而买方最高可按要价付款。

假如一个人以前购买了 100 股价格为 50 美元的股票；它现在的价格为 45 美元，他要出售它以抵消利得，否则就要按 20% 的税率征税。所以他卖掉它，损失 500 美元，再购买价格为 45 美元的不同股票，算出他在资本利得税方面节省了 100 美元。他节省了 100 美元的税，没错，但他也支付了 83 美元的佣金！正如经常发生那样，当他出售股票的唯一主要原因是为了“损失”时，就会上演上面尤其荒谬的一幕。

通常情况下，如果我们做一下运算，特别是如果投资收益的纳税比重低于 35%，产生的损失小于 10 个百分点，佣金支出后才是净利，节省那么少，所以此时的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

最佳决策就是不要画蛇添足，知足常乐可也。

○请不要卖珍珠去买面团

在这个“无聊季节”的最愚蠢的行为就是，有那么多投资者，在经纪人和咨询服务公司精心设计出版的宣传单的煽动和怂恿下，亏本售出某只股票，然后买入另一只必须是同一行业、同样售价的股票，而且一旦有可能，最好是与待售股票同样低迷的股票。甚至当出现以下情况时，这样的行为似乎仍然层出不穷：要卖的股票远远优于要买的股票；投资者有可能幸运地摆脱落后行业中境况不佳的公司；仅仅因为刚才以同样的价格卖掉了某些东西，就追求一只售价30美元的股票——对于成功投资来说，没有什么行为比这更无聊的了。

我们投资的最终目的是要重新获得由于错误投资而损失的财富。销售产生空闲的未确定用途的资金：你应该接着用那些资金进行任何投资；无论在什么地方，也不管什么价格，首先考虑是否有实现你的投资目标的最佳机会，这样就能最大化你的收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



结语

on Wall Street
ECONOMIST
我的金融哲学
与冥想

请记住，解决失业问题要依靠卓越的商业条件。也请记住，通货膨胀是经济繁荣而不是经济萧条的结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我恰巧是一个社会福利方面的活动家。有时我想，我们的个人福利有点过于超前于社会。这导致形成在我看来似乎是错误的价值观——但我也相信，我们可以修正那些价值观，而且我们能够在满足社会需要方面有所作为。

我写的第一本书名为《繁荣的代价》，事隔3年之后，我对书中提出的论点进行了辩护。该论点实质上说明政府开支（即使伴有更高的赋税）是经济增长的刺激物，而不是抑制剂；“政府”（指政府债券）可能多一点比少一些要好；更加需要的是更多的好学校和街道，而不是更多的大电视机和汽车。

那本书是我在1961年写的，在1964年10月我为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



书中的论点作了辩护，辩论短文现在就转载到这里；不料我在1969年春天写这本书的时候，整个论点却遇到了“讽刺性的转折点”。1964年以后，额外的重担增加到了政府开支上，确实，经济增长速度也更加迅速了，超过在“翱翔的六十年代”所能设想的最乐观预测——但我们的成果却用来破坏越南，而不是用来在国内建造学校和街道。第二次世界大战和越南战争都证明，事实上政府开支可带来充分的就业和快速的经济增长，但一直有个问题在困扰我（在《繁荣的代价》的最后一章我明确提出此问题），这个问题就是：为什么只有军人才能推动国会去“踩油门”？

但愿，我们现在可以步入这样一个时代：五角大楼将是政府中的“穷汉”，要求为社会项目提高投入的压力足够强大，从而可以保证我们的国民生产总值（GNP）保质保量地增长。在最后一篇题为《一个自负的建议》的文章中，我就上述要求做了一些辛辣的评论。

这需要对它之前的一篇短文做一些简短的评论，该短文名为《一个谦虚的建议》，发表于1958年9月1日。虽然我希望是我写了这篇非同寻常的文章，但它是我的已故伙伴林哈特·斯特恩斯（Linhart Stearns）写的，他善于此类讽刺文章；我将它加到这里作为对他的一种纪念，而且也是因为它的非凡品质。它并没有随着时间的推移失去其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

实用价值。实际上在它第一次发表时，它是如此具有说服力，以致遭到当时负责货币事务的财政部副部长的十分严肃的“反对”。

《繁荣的代价》：通货膨胀或通货紧缩

汉弗莱·尼尔（Humphrey Neil）为人真够友善，就在大约两年前，他在自己的《逆向思维》中，敦促他的订户阅读我最近出版的《繁荣的代价》这本书。他确实说过：“那本书到处都惹您发火”；他承认，他在书中很多空白的地方写了“哎哟”，他说这表达的是自己“反感”的意见；他下结论说：“我不想再拿这本恼人的书来烦您”——但接着他加了一句我最喜欢听的话：“您最好还是向书商询问一下这本书。”

但他肯定是一个特爱找罪受的人，因为他现在邀请我到这发表个人看法。也许，通过现实生活比通过文章更能了解我，但是不管怎样，当我今天在这的时候，我期待尼尔先生仍然不停地说“哎哟”，而且依然不断地发火。因为我坚信，自从我的书在1962年春天出版后，流逝的岁月为它守住了阵地，也帮助我增强了自己的信念：我是走在正轨上。

请允许我简要概述一下这本书的内容，以及它要说

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的话。

我关注的中心问题是，20世纪60年代美国商人创造的新就业岗位必须是他们在高度繁荣的20世纪50年代时所创造的新就业岗位的两倍。由于20世纪20年代和30年代的出生率低，导致40年代和50年代的适龄工作的人口相应短缺。但是，因为40年代和50年代的出生率上升，现在我们就仓促迈入一个适龄工作人口猛增的时代；这将是一个自从60年前或更早期的移民大潮以来，适龄工作人数上升最快的时代。

过去20年劳动力的相对短缺与其间的工资率剧升直接相关。然而，这样的发展绝不都是坏事。较高且上涨的工资刺激了劳动人民大量地借贷和消费，从而使产业之轮不断旋转，结果就使劳动力需求保持强劲。此外，商人需要为更高效的新工厂和设备花费大量资金，这又意味着高水平的投资、更多的需求以及更多的就业机会。换句话说，工资率的上升为消费者和商人外出活动并花钱提供了持久的重大动力。

在目前这10年，劳动力大军新增人数将是50年代的两倍。在70年代，这个数字可能甚至更大。除非自动化或其他形式的生产率提高过程突然停止或明显减缓，否则当这些“战时婴儿”、“战后婴儿”和“后战后婴儿”长大后，我们将真的进入一个为他们找工作的艰难时代。即使

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

商品和服务的需求像在战后1947年至1957年的巨大繁荣时的需求那样迅速增长，我在书中也预计在这10年的末期将出现沉重的失业负担。总而言之，在这些年中，如果在消费方面没有强烈而又坚定不移的迫切感，则失业率将继续成为我们富裕社会中一块令人不安的肮脏之地。

然而，不但我确实怀疑是否可能存在如此强大的消费动力，而且劳动力从短缺到过剩的突然转变，也可能在这种迫切感出现时真的减缓了它的程度。供求规律告诉我们，实践经验教导我们，当供应的增长速度大于需求的时，价格下降或至少上升更加缓慢。因此，正如我们在过去的几年里所见证的那样，我们可以预期工资率的增长速度将明显放缓。无可否认工资仍在增加——但工资率真正的大跃升显然已成昨日黄花。

但现在让我们看一下与前面形势相反的情况——如果工资上涨更加缓慢而且失业人数迅速增加，那么消费者会是这样迫切的借款人和花钱人吗？商人会觉得很有必要花钱购买用于节约劳动力的资本货物吗？总而言之，虽然经济的全面繁荣需要迅速加大商品和服务的需求，但劳动力供应量的大量增加可能有助于减免在提供工作岗位时所需的开支，而这些工作岗位正是劳动人员所要寻找的。

在缺乏其他类型的经济调整措施时，那么，我就怀疑私营经济部门是否会增加它们的支出，以吸纳这些新增的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

工人，并避免因失业率过高可能导致的社会和政治紧张局势。对这一难题，我能找到的唯一解决办法是要敦促大幅度扩充公共部门；它们增加支出就可以创造新的就业机会，提高私营部门的收入，并为我们提供迫切需要的更多道路、学校和城市中心作为令人非常满意的副产品。正如您可能已经猜到的那样，正是在这一点上，汉弗莱·尼尔开始在空白处写“哎哟”。

现在，我们大步跨入20世纪60年代的中期，第一批战时婴儿的年龄已经到达18岁，这个分析是怎样的呢?

这里有一些数字反映以往的实际情况。劳动力供给量——在工作或找工作的人数——1957年至1962年每年增加80万人。但在过去两年里按130万人/年的速度增长。在未来两年将增加近200万人/年。近年来，小时工资率的上升速度减慢，每年仅上升大约3%——是50年代时的一半。事实上，单位产品劳动成本不仅低于去年或前年的，而且也低于过去8年多以来任何时候的!

虽然汽车行业刚刚达成了一些工资协议，这看起来好像是一股逆流，但我想咱们还没看清其真正的意义。许多其他行业将无法满足，并会拒绝满足这种等级的工资要求。更重要的是，汽车行业的协议符合目前劳资关系中就业保障和提前退休两方面的有关规定——而这两方面的规定都与过度失业的社会环境有着直接的关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在过去18个月失业率徘徊在5%左右，即使每年的国民生产总值一直以约6%的异常速度快速增长。像往常一样，失业人口主要集中在年轻人、不熟练的工人和少数民族。这是我们所有人都熟知的极其痛苦的事实；就我来说，我实在无法忍受它了。我们不需要再听到任何关于它的统计数字，因为这个夏天发生的扰乱我们城市秩序的暴力事件就是我所讲事实的一个直接证明。

在经济增长异常迅速的时期，我们却无力将失业率降到社会所能容忍的程度。这样的事实使我确信，我书中所提的问题是一个极其严重的问题。因为求职人数的增加才刚刚开始，而且当前快速的经济发展几乎无法确定能够持续下去。总之，我们才刚刚开始看到摆在我们面前的问题的庐山真面目。

但是，如何解决？如果像过去一年所证明的那样，私营部门的蓬勃发展并不足以吸干“失业池塘”，那么依我看来，除了政府进一步推行财政刺激政策外，还有别的选择吗？这样就应该采取如下措施：减税但不削减政府开支，或加大开支但不增加任何税收负担。

请让我强调一下，同时削减赋税和政府开支听起来可能蛮有吸引力的，但在现实中解决不了任何问题。减税能让纳税人兜里留下更多的购买力。但削减开支却将那些靠政府工资单生活的人的购买力拿走了。如果政府开支的削

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

减速度必须和税收负担的削减速度一样快，那么我们必须愿意花费自己口袋里的钱，而且数量要超过我们节省的税款；否则，我们的需求就从公共部门转向私营部门，但商品和服务的需求并没有净增长，结果劳动力的需求也没有净增长。也许，减少政府开支能使很多人感到高兴，并且他们真的愿意外出消费，而且所花的钱超过他们通过减税省下来的税款，但我看本国历史中还没有什么东西能保证会产生这样的结果。相反，我担心我们花的钱比减掉的税款还要少，所以相应减少政府开支意味着工作岗位的净损失，而不是增加。

因此，我赞成加大政府开支而不是减税，这是我自己不可动摇的、完全相反的观点。然后我确信钱会被花掉，就业机会必然也就产生了。我当然知道，有许多人对稳步扩大联邦政府开支的前景感到恐慌。我在这只提两个问题给他们。

第一，您是否认识到，根据价格上涨因素做调整之后，目前联邦政府的非国防开支比二战前的还要少？换言之，除了国防部门之外，联邦政府目前在商品、服务和劳动力的需求方面实际上只做了一点点的贡献。

第二，更大的联邦政府开支可以帮助我们获得更多更好的学校、道路、住房、医院、洪水控制和灌溉系统、娱乐设施，以及更好地保护自然资源，美国人的自由又有什

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

么损失呢？威胁我们自由的是由于失业和社会挫败感而引发的违法行为，而不是联邦预算的大小。

但是，反驳声随之而来，通货膨胀怎么办？难道我们不担心“钞票掉到水沟里”？

完全相反，我认为我应该对通胀问题不屑一顾。但我没有这样做，我真是太愚蠢了！但我们夸大通货膨胀的梦魇，以至抵制财政刺激政策，我不知道这样做是否更加愚蠢——或许我应该说是有勇无谋。首先我发现，社会暴力和法律与秩序的崩溃比生活成本指数的几个百分点更加可怕和令人不安。如果某些通货膨胀为弱势群体打开了经济机会之门，那么我愿意支付通胀所需的代价。

但我怀疑我们是否必须在那些选项中做出选择。不管有多少与事实相反的荒诞说法，美国经济还是极其抗通货膨胀的。我们不能一边吹嘘自己非凡的生产力，一边又过于担心通货膨胀。

除非是在战时的异常条件下，否则在我们的经济中供给会以惊人的速度赶上需求。请询问任何一个商人，在像我们这样具有竞争力和活力的经济中涨价是否容易？在20世纪50年代末期的资本货物繁荣之后，仍然存在大量的过剩生产力；而新一轮的巨大产能扩张正在进行，更不用说迅速增加的劳动力供应，所以我认为未来出现通货膨胀的可能性很慢，或者至少通货膨胀的速度很慢，不至于让人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

觉得应该实施通货紧缩的财政政策。

此外，我们对通货膨胀可能犯的最大错误，就是将它与政府财政情况单独联系在一起。当需求大于供给时通货膨胀产生。当政府开支太多或征税太少，从而往我们口袋里装了太满的钱时（如在战争时期）通货膨胀也可能产生。但有时候（比如在 1956 年、1957 年或 1960 年）尽管联邦财政盈余，但因为私人货物和服务的需求大于供给，所以价格照样上涨。

这是很少强调的极其重要的一点，需要详细一些的阐述。因此，请允许我就此继续往下说。

除非今后的经济情况良好（实际上是除非经济情况非常、非常的好），否则我们将永远无法把失业率降低至可控制的水平。但是，如果商业活动比较强健，足以消除过度失业，又确实导致了通货膨胀，那么不管经济刺激因素是来自财政政策还是快速扩大的消费者和商业的开支，我们将同样面临通货膨胀。

请记住，解决失业问题要依靠卓越的商业条件。也请记住，通货膨胀是经济繁荣而不是经济萧条的结果。如果商人发现他的销售量能够大于产量，则他将会提高价格。他不会停下来问他的顾客，他们渴望购买商品是由于政府给他们的口袋放了钱，还是因为他们的雇主在他们的口袋放了钱。他提高商品价格，因为他认为他可以卖掉它；他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

觉得自己可以卖掉它，是因为生意好。而且，为了完成这个经济循环，除非经济繁荣，否则我们将不得不面对失业的噩梦。

但是我必须重申，我们的经济发展历史告诉我们，和平时期通货膨胀的机会很小，即使是在经济快速增长时期也如此。我们在尽量减小通胀问题时所面临的危险要远远小于过分强调它时所遇到的风险。

我们非常幸运地生活在良好的社会，让我们最好还是在这更有概括性的背景下看待这一问题。作为花钱大方的消费者，我们已经享受了稳定提升的生活水平。作为大胆和富有创新精神的投资者，我们已经建立了一个生产力极高的工业基础。今后，我们的经济将继续增长，我们的生活水平也将提高。我所担心的不是我们的经济无法增长，而是未来的经济增长速度不够快，以及我们缺乏传统上对更多商品和更好生产方式的渴求。在战后这些年里我们自以为是在享乐，但现在我们即将品尝婴儿潮的苦果。因为婴儿潮迫使我们调整私人生活，现在我们也必须对公共部门进行同样的大调整。我们需要帮助公共部门进一步发展，为那些婴儿创造就业机会。不像彼得·潘，他们不可避免要长大。

这不是一个在“冰冷经济”中的问题，也不只是那些不幸失业的家庭的问题。这个国家 30 多年来首次品尝到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

了社会叛乱和暴力的滋味。这么多年来，我们对报纸照片中国外暴徒愤怒的脸早已熟视无睹，但现在这些脸换成了我们美国同胞们的。我不喜欢这些照片。我也不希望由国家警察来解决这个问题，那样会没有对抗、没有辩论，也没有相反意见。相反，我希望，通过创造一个没有任何人以任何理由响应暴力和叛乱煽动的环境，我们能用典型的美国方式找到问题的解决方案。

工作是必要的吗

失业是人类状态中的一部分么，还是统计学家创造的概念？尽管目前1.9亿的美国人中仅有不到7 000万人在工作，但是却不能说余下的1.2亿人都处于失业状态。因为在这1.2亿人口中，有些人是因为尚且年幼而无法工作，有些人是因为年龄太大；还有些人是因为身患疾病或身体虚弱而不适宜工作，另有部分人可以享用家庭财富而无需工作，还有部分人是家庭主妇，只管理家庭事务或照料孩子；部分人在上学，部分人在军队服役。通过最新数据显示，实际上只有近400万人正在寻找工作但却找不到工作。

这就促使人们开始追逐一个梦幻般的乌托邦世界，因为我们只要说服这400万失业人口停止工作就可以消除失业状态！让我们建议他们重回校园、早早享受退休，或者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

只是待在家里，花更多的时间与他们的孩子或父母在一起就可以了。

这一办法看起来似乎有些奇怪，并且尽管实现此办法的所有实际的障碍都会立即在脑中呈现出来，但是它仍不失为一个重要的方法，值得人们去探索。也许这一方法最能让人们对我们赋予与空闲相对的工作（古希腊人称之为“非空闲”）的社会价值、与家庭相对的社会责任的社会价值、收入分配的平等或不平等的社会价值、自动化和不断增加的生产力中固有的极具挑战的可能性的社会价值通通都产生质疑。

但是，如果我们限制工作人群的数量，那么我们可以达到何种生活标准呢？我们又如何确定谁需要工作，谁可以不工作呢？我们可以改变态度，赞成更多的闲暇而非更多的工作么？在我们可以决定这一解决失业问题的方法是否有意义之前，我们必须要对这些问题做出回答。

如果在不确定的未来，我们将工作人群的数量限制到目前7 000万人的水平，那么美国经济的产能是否充足到可以令我们所有的人维持一个较高的生活水准？令人高兴的是，这一问题的答案是肯定的。尽管人们很可能用一些令人感兴趣却不适宜的条件来解释它。

目前，大约有6 000万消费单元——即生活在一起的家庭成员，包括未独立生活的个体在内，分享一年超过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



4 000亿的全部个人收入。这就意味着每个消费单元的平均收入约为7 200 美元。

当然，这些钱用于支付经常去欧洲旅行的费用、貂皮大衣或室内地毯的花费是远远不够的，但是它仍能够保障基本的生活需求，并且稍有节余，偶尔还可以稍微奢侈一把。毕竟，目前用于食物、衣服、住房以及家庭正常支出（其中许多已经达到奢侈的水平——美国人在食物上的每项平均花费就达到了印度人或巴西人平均花费的4倍）的平均消费单位仅为1美元中的50美分，所以有3 000美元或更多钱花费在汽车、汽油、医疗保健、娱乐、税费、存款等等方面。虽然不十分富足，但是也远远超过了贫困水平。

当然，由于税务减免逐渐增多，目前平均每个家庭可以享受到比1929年多1/2、比1947年多1/3的物品和服务。

但是未来将会如何呢？如果7 000万工作者可以为我们6 000万消费单元提供7 200美元的平均收入，那么他们可以为将近7 200万的家庭和在未来10年都不能独立生活的个体提供何种生活呢？

请注意，目前正在工作的人口数量超过了消费单元的数量——换句话说，即大部分家庭中都有不止一个可以养家糊口的人。但是从现在起10年以后，消费单元的数量很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有可能会超过7 000万，这就意味着如果我们还将工作人群的数量保持在目前7 000万的水平时，到时候平均每个家庭中养家糊口的人数将少于一个。在这种情况下，比起现在来说将有更多的家庭中没有人出去工作；他们将会退休在家，或继续接受教育，或只是享受生活。

享受生活，即如果有7 000万人在工作，那么事实上其产能就足够每个人维持一个相当不错的生活水准。这种可能性是比较大的。如果我们能继续保持每人工作时产量的增长率，我们已经可以超过过去的15年，7 000万工作者在1973年将创造足够的产能，为1963年的每个消费单元提供7 900美元的平均收入。

这一事实十分令人难忘：它强调了自动化和其他形式的生产力的提高具有不可思议的潜力。它意味着，雇佣人数无须比目前的雇佣人数多一人，我们在1973年就能有足够的产能，为所有新增加的消费单元提供每年7 900美元的收入，并且同时为现有的消费单元（这些消费单元在1973年时仍旧存在）提供的收入每年还较目前的收入高于700美元。

但是，说到这一点，我们已经犯了一个统计错误，我们这里说的是平均。“平均”和“通常”绝对不是同义词。当美国目前的平均家庭收入是7 200美元时，尚有2/3家庭的收入不足7 200美元。对于我们人口中的那2/3家庭，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



每个消费单元的平均收入仅为 4 700 美元。而另外 1/3 的家庭，其收入占总的家庭收入的 60%，平均收入甚至高于每年 1.1 万美元。

这些事实隐含的意思十分明确。只要众多的美国人的生活水准未达到我们大多数人所认为的舒适的水平，家庭中挣钱养家的人就会感到巨大的压力，从而竭尽全力地多工作、多挣钱。换句话说，这一劝说人们放弃劳动、享受清闲和教育的乌托邦式的方法没有几个人会采纳，除非平均家庭收入有所提高，或可以实现对收入进行大规模的重新分配。

说到这里，实际存在的障碍更加明确了。但是，这一算法也更加充分引起了人们的好奇心，来证明对这一可能性的初探的正确性。

如果仅在此时，我们接受了更加不切实际的假设，即如果未来 10 年里增加的收入都填补给那些目前一年的收入还不足 7 200 美元的消费单元，那么我们到 1973 年就能将这一群体的年平均收入从 4 700 美元增加到 6 300 美元，甚至到时候工作人口的数量比现在还要少（当然，正如我们早期假设的那样，每人工作时的产量要以战后比率继续增加)。换句话说，在这些条件下，一年收入 7 200 美元作为最小的收入值变成了一种理论上的可能性而多于平均家庭收入。简而言之，丰裕中的贫困在我们的社会中将会令人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

越来越不可忍受、越发不可收拾。

因而，暂时忽视阻止这一进程发展的社会和政治力量，从冰冷的统计数据中可以看出，在这个国家我们既有能量，也有能力维持一个充裕的生活水准，即使我们将工作者的人数保持在目前7 000万的水平。从非经济的含义中或许会觉得这一想法非常不切实际，然而从经济的角度来看，它还是非常可行的。①

当然，我们在这里忽略了来自社会和政治方面的障碍，这是非常愚蠢的，因为这两方面的障碍非常棘手，却又真实存在。在这里有必要对这两方面加以分析。

第一个方面是关注我们对充裕的产能进行分配的问题。因为，通过限制工作人口的数量，我们也限制了可以享受到的产品及服务的供应，低收入人群要想达到适当的生活标准，就必须要靠对收入进行有利于他们的大规模的重新分配。然而，这是很难实现的，即使我们知道这样做非常合人心意。

例如，在我们目前的税收制度下，尽管我们从上层收

---

① 当然，如果我们随着到达工作年龄的人口的增加而相应增加工作岗位，我们可以获得的收入就会比以上所讨论的收入数量高得多——即使我们减少每个工作者每年的工时数。如果劳动力中达到工作年龄的人口的百分数仍旧维持在目前的水平，如果生产力以战后的速率持续增加，我们每年的平均家庭收入就可以达到9 000美元，到1973年这个数字还会有所增加。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



人群体的纳税者中听到了很到抱怨，而实际上我们并没有或仅在很小的程度上进行了收入的重新分配。收入最高的20%的人群在税前占据全部个人收入的45%——在交纳税款后，仍旧占据44%！此外，尽管在战争期间和战后的早些年间这种状况发生了剧烈的转变，然而在税后全部个人收入位居前20%的人群其收入在过去的10年中仍保持稳定，尽管低收入群体挣得的绝对美元数量有所增加。

此外，我们坚决努力减少总收入份额这一做法产生了严重的副作用，这一副作用只会导致我们最后以比开始时更坏的情况而收场。大多数有利于美国工业扩张的存款都集中在那些上层收入群体中。如果我们削减他们的收入，或阻止其收入继续增长，那么将会导致存款不足，从而影响产品的增加，以致不能维持或提高人们的生活水平。而解决这一问题的唯一方法就是，迫使这种不正常的高储蓄水平倾向于低收入人群，让他们也可以利用增加的收入购买更多的东西。最后，在这些条件下，大批的美国资本才真正可能、并进一步产生比较严重的后果。

但是，不但收入的分配会引起问题——如何决定谁应该工作，谁应该享受清闲（除了涉及到了货币报酬以外）也是一个难题。

在任何情况下，这都是一个复杂的问题，但是在以后的10年里它将会变得更加复杂。我们的劳动力在规模和结

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

构上将要经历一次空前的、突发性的大变革；因为1945年以后达到了生育高峰，可以正常加入劳动力行列的人口数量在未来的10年中，将会达到过去10年的2倍。

因而，如果我们打算说服目前的400万人口放弃工作、享受清闲，到1973年，我们不得不再次利用我们的说服艺术对1 400万人口进行劝导。届时，这一工作将变得极其困难，因为这些年轻人到那时候正是渴望结婚生子、组建自己的小家庭的时候。

但是我们是否可以说服这些年轻人中的部分人口推迟找工作的时间呢？并且，如果到时候我们不能让这一群体中的1 400万新的劳动力赋闲在家，我们是否可以寄希望于年长一点的工作者呢，比如说，那些年龄在55岁到64岁之间的人群？还有那些近年来大量涌入劳动力群体中的中年妇女呢——我们是否可以说服她们中的一部分人停止工作或继续接受教育呢？

此处存在的可能性可以真正地引起人们的好奇心。如果我们以目前的劳动力参加劳动的比率对未来10年进行预测，到1973年，15岁到24岁之间的人群中，将有1 900万年轻人与年龄在55岁到64岁之间的人群中的1 100万男性和女性，以及年龄在35岁至54岁之间的人群中的1 100万女性一起参加工作或要寻找工作。如果在这部分拥有4 100万人口的关键人群中，有1 400万人退出劳动力人群

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（或不加入劳动力人群），就会产生许多令人兴奋的可能性。例如：

无论谁想要上大学都可以实现。我们可以安排自己的生活，谁想要在55岁时退休都可以完成这一愿望，而不必非要等到65岁。中年女性可以放弃工作而从事一些社区活动，花费更多的时间陪在孩子身边，从事一些义务教学活动（我们对此有大量需求时），追求自己需要的教育等等。

当然，在上述每种可能中，我们也暗示了涉及上述行为的家庭将会有较以前少些的收入。然而，我们已经看到，美国的经济到1973年时已拥有充足的产能，所以在理论上没有任何一个家庭会生活在贫困线以下，尽管家庭中外出工作的成员数量较以前更少。

这一问题关乎我们社会对工作的基本态度问题，和享受清闲形成对比。很明显，人人都想要工作，而不想被饿死。大部分人想要工作，而不想在贫困线上挣扎。但是，当我们美国的家庭达到了虽不十分富裕却也产能充足的状态时，要在“额外的一美元收入可以买到什么”和“额外的一小时消闲时光可以为我们提供什么”之间做出选择就十分困难了。

简而言之，当生产力提高了，我们就会越来越多地对我们过去的生活方式所产生的价值产生质疑。例如，我们因为社会的原因而需要家庭里有更多的家用电器、更便捷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的食物烹调器具、更多辆汽车、更多的新衣服，这是多么糟糕的想法？从这个意义上来说，我们选择没有这些东西的生活方式，那么我们对增加收入的需求就不会那么追切。换句话说，我们会逐渐开始重视如何利用休闲时光，而不是额外收入中的一美元可以购买多少额外的东西。

如果我们转变价值取向，就会赞成自发性失业这一选择，包括接受更长时间的教育、早点退休等等。那么，如果这些人从劳动力群体中退出，就会给正在寻找工作或不愿意离开工作岗位的新的工作者创造更多的机会。此处自愿性失业可以代替非自愿性失业这一诱人的可能性不仅仅表现在计算上，也不仅仅表现在统计数据上——而是可以切实实现的，美国经济的产能已经达到了难以置信的水平，可以允许我们从辛勤工作中解放出来。

因为它暗示在社会价值和成功标准方面发生了一个意义深刻的变化，这或许会成为各种关于减少失业人数方面的建议里面最具有革命性的一个。甚至于无人知道怎样将这一想法出售给美国人民——那样的话我们就不用像跟人们推销大汽车、泡沫啤酒一样推销多年的大学教育、更长时间坐在阳光下的休闲生活以及更多阅读、欣赏音乐和艺术的时间。

但是，它是何等美妙的一个乌托邦式的想法啊：或许某一天休闲在美国会变得令人向往，以至于我们甚至很难

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



找出7 000万人来为国家工作。

商业可以掌握未来吗

几乎没有人会对以下观点产生质疑，即某些众望所归的国家目标——调整裁军情况、维持高就业率、根除贫困，以及追求国家和平——在一个非动态的商业环境下是非常难以实现的。但是以下这一观点就不那么容易达成共识了，那就是在采取的手段和得到的结果之间，以及为了实现这些国家目标而做出的调整和与繁荣的有风险的商业公司兼容的环境之间存在着基本的冲突。

用一个老套的方式表达，即对商业有利的，对国家也会有利，那么可以反过来说吗，对国家有利的对商业也会有利吗？如果回答是否定的，那么我们能够在商业不景气的时候实现我们所追求的国家目标么？

大约在30年前，约翰·梅纳德·凯恩斯就这一问题发表过看法：

如果动物精神在减弱，自发的乐观主义在衰退，而我们除了依靠数学期望值以外别无它法时，企业将会枯萎，进而走向灭亡……这就意味着繁荣经济对有利于每个商人的政治和社会氛围有着过分的依赖。

然而，此处基本的问题是，是否我们所寻求的政治和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

社会的氛围对每一个商人来说都有利，以确保我们拥有“动物精神”和“自发的乐观主义”而不致使“企业走向枯萎，进而灭亡。”

根据其重要性，我在此处大致设置了以后几年以待成功解决的问题：

目标1：和平和裁军。但是我们可以调整裁军情况，而不使用或者是部分地使用政府的非国防支出代替国防支出么？

目标2：较高的就业率以及消除贫困。但是为了能在寻找工作的人口数量空前高涨的情况下实现这一目标，对国家物资和服务的需求的增长率可以比过去及其繁荣的10年间（1945年至1957年）快20%，比过去5年快60%么？

目标3：彻底消除种族歧视和由于种族、肤色或信仰不同而产生的冲突。但是我们可以为所有的公民提供具有法律保障的充分经济权么？除非工商业界在这一过程中认识到了它的基本作用。

目标4：充分利用繁荣的经济中固有的潜力。但是可以在他们把我们溺死在非自发性失业的漩涡之前就能从这样的好事中获利么？

目标5：实现约翰·梅纳德·凯恩斯所提倡的“社会平衡”——在公共和个人物品之间恰当地分配我们的产出和收入。然而，尽管社会的本性是对更多的物品和服务具

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



有令人绝望的需求，但是并不是只有商人反对并怨恨这一支持公共部门运转所需的“包袱”。

如果这些是我们的目标，那么商人是否会为了完成这些目标而接受实质性的调整呢?

限制商业对国家目标的实现贡献力量的第一个因素就是，对过去的事情缺少控制，而不论他们是赞成还是反对这些事情。从1929年开始，更确切的说是从1941年开始，国家的政策决定权从商人和企业经理手中转移到了政府、科学家和大学手中。

由于对货币报酬、特权和财产等方面持有截然不同的态度，商人和这些其他团体之间的联系变得越来越少，也越来越复杂。不足为奇，商人团体在主流事件中越来越多地感到了孤立感和挫败感。他们不再可以完全掌控自己的命运，更不要说是掌控别人的命运，商人进入了这样一个世界，在这个世界中，其主要矛盾并不是由商业引起的，也不能由商业来解决。

这就引出了国家目标和动态的商业环境之间存在冲突的第二个根源——社会变革的压力。贫困的下层社会中所经历的社会快速变革和永无宁日、急躁冒进的时代，就是商业信心被扰乱了的、了无生气的时代。我并没有在此暗示商人阶层反对社会变革，或者说他们这一阶层比起其他团体来说，更加顽固地反对社会变革。恰恰相反，作为个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

人来说，许多商人以及许多商业组织正在为改善其团体的条件及其职工的福利而奋斗。

此处所争论的问题并不是指商人对社会变革的接受能力，而是说在这个通过引入反对金融商业界的哲学体系和通过“分享财物”的呼声来强化社会安定的时代，商人对其商业——对投资、扩张和变革——所表现出来的自发的动力。

这就引出了商业为这些目标的实现而全力做出贡献的第三个，也可能是最重要的一个障碍，这一障碍就是政府。自从政府在我们这个系统中变成了实现社会变革的主要动力，商人对其，特别是对其财政预算的极度不信任就变成了令我们感到不舒服的主要症结所在。

商业界和政府之间关系的不融洽在美国已经变成了一种惯例：一个随随便便的学生就能够举出无数的例子来证明这一点。要说这一惯例仍然存在的例子，当属在不久之前肯尼迪总统和罗杰·布劳（Roger Blough）之间的富有喜剧化的争吵。正如不久之前哈佛大学的教授梅森（Mason）指出，欧洲的商人可以说：“我有一些最好的朋友是公务员，”这句话的意思或许并无他意；但是对于美国商人来说，他可以接受并作为朋友的唯一——类公务员是从政府临时贷款的其他商人。

有的时期我们可以承担得起这种惯例所带来的苦果，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

也有的时候我们承担不起。确实，大萧条的痛苦由于怨恨而延长了，而这种怨恨是被领导者们硬粘到双方身上的。多年以后，可能在即刻到来的某个时期，也或许是在 10 年以后，商业界和政治领导者之间的矛盾将会一直持续下去。

我们需要一个繁荣的经济环境以实现我们国家的目标，但是如果没有政府的领导和协助，这些目标（包括繁荣的经济）将不可能实现。再次重申一下，我们真能预期工业和消费者需求的增长在未来 8 到 10 年的时间里比 1947 年到 1957 年之间的经济大繁荣阶段还高 60% 吗？但是如果我们不能实现这一增长率，除了在一个较短的时期内，那么我们必须乐意看到政府的国民生产总值份额超过目前水平的 20%。只有这样，总体需求才能迅速扩大，以满足商人全力生产和人人都有工作的要求。并且，按照同样的计算方法，“除非国防支出可以迅速由政府在其他领域内提供的支持所抵消，否则我们可以大量下调国防支出”这一假设合理吗？

从更深层意义上来说：如果没有法庭和司法局的干涉，是否黑人所面临的障碍就能减少？我们不过多地考虑这个国家的收入结构和财富分配，就能解决丰裕问题吗？仅商业就可以满足不发达地区对较高生活水准的极大需求吗？当我们的教育和医疗设施尚不充足、我们的城市缺乏审美和社会情趣、我们的公务员薪酬过低、我们的警察机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

关人员不足、我们仅存的娱乐区域存在令人难以置信的拥挤状况或被商业公司吞并时，再想提高国家的生活水平还有可能吗？

但是这又进一步引发出了一个令人烦恼的可能性。如果今天美国的商人看到的是一个动乱的世界、越来越觉得远离战略决策的中心，并且害怕政府预算的数目逐渐增加，那么他就很可能产生怀疑、胆怯和防御性心理，最后导致我们不可能在目前的规则框架下实现目标。而如果美国人坚决要实现这些目标的话，那么现在的规则就必须要屈服于这些目标，而不是这些目标屈服于社会规则。

从这一点上说，我们需要对自己诚实：我们的办法并不是可以令世界进步的唯一办法。我们可能也多次看到过别人选择与我们不一致的方法，却也取得了跟我们大概相同的结果，我们可以不再一厢情愿地坚持认为其他的系统都会导致失败，而我们的却一定可以取得成功。

例如，在调整裁军情况以及冷战清算方面，苏维埃经济体比我们遇到的困难多么？他们的经济增长率比我们的慢么？苏联也存在种族压力，但是他们的比我们的更加剧烈么，还是他们解决这一压力的能力不如我们呢？还是俄国人在发展教育、城市重建、追求科学真理、公共娱乐、医疗卫生或艺术方面没有达到我们的重视程度呢？

这对商业团体来说是一个真正的挑战，也是我们所谓

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



的“目前的规则”的重点。马克思主义者最能理解。他们不再鼓吹资本主义会自取灭亡，其无情的统治导致苦难增加，因而革命不可避免。如今，他们也了解到资本主义也能拯救自己——主要是依靠政府来刺激需求。但是现在我们也遇到了严重的危险，那就是资本主义自身由于顽强抵制可以拯救自己的正确政策而正在自我毁灭。

因而，我们的主要障碍并不是由自由企业制度本身固有的失调而引起的，也不是由为了实现我们国家的目标而必须进行调整所遇到的困难所引起的。它的产生是受商业领导们对“动物精神”和“自发的乐观主义”进行调整的影响，以及为了成功必须对冒险和动态质量进行调整的影响。

我们在现有规则下不可能实现我们的目标，除非我们的商业活动处于较高的、持续上升的状态；而这又需要依靠商人对现代世界和现代社会中根深蒂固的变革能够接受才能实现，因为并不是所有的变革都是有利于商人的。他必须要面对的一个压倒性的重要事实就是，他的选择是十分有限的。因为不能在我们目前的构架中实现和平、无失业和社会进步这些目标，就会导致一个完全不利于他的新环境的产生，关于这一点是毋庸置疑的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

邪恶的企业集团：是神话还是现实

在议会大厅、最高阶层的行政部门和研究院的小树林中，一群高尚的人正在对集团公司发起进攻。这些公司，以及领导这些公司的那些傲慢的、异端的商人，正在被控告通过发行好笑的货币来破坏竞争、欺骗无知的股东，以及威胁我们资本主义社会的基础。

此次进攻伴随着震耳欲聋的炮轰，被设置在无私条款的保护之下，以至于防御工作看起来是那么的软弱无力，令人有口难辩。但是此时出现了一个有利于集团公司的强有力的积极案例，是时候令防御者们拿起棍棒，投入战斗了。

司法部门反托拉斯署的长官麦克伦（Mclaren）先生根据《克莱顿法案》（*Clayton Act*）第七章的内容发起了攻势。法案规定，当收购的结果会限制此团体中任何一个部门的业务或在任何一个商业领域内趋向于产生垄断时，就禁止一个公司收购另一个公司的股票。例如，灵诺航天公司（LTV）就不能够收购琼斯－拉弗林钢铁公司（Jones and Laughlin Steel），因为如果灵诺想要介入钢铁业务，他们应该建立一个新的钢铁公司并以这种方式促进竞争。但是如果灵诺要通过并购这条路进入这一行业，它实际上本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



该建立一个新的钢铁部门这一假设已经被推翻了——这是一个十分可疑的假设。

和为相同的市场生产相同货物的公司间的合并以及存在供应商和消费者关系的公司之间的合并不同，集团公司之间的合并看起来似乎无固有趋势抑制竞争或产生垄断。事实上，在许多案例中，一个包含强项和弱项的集团公司可以将其资源从强项因素中转移到弱项因素，从而保持并加强弱项公司在其市场中的竞争力。例如，在琼斯－拉弗林钢铁公司所经营的行业中，美国钢铁公司和伯利恒公司占据了此行业 40% 的市场份额，而其余的 4 个公司仅占 26% 的市场份额。那么增强琼斯－拉弗林钢铁公司可以削弱钢铁业中的竞争么?

当然，一个公司越大，它所能发挥的市场潜力就越大。集团公司的合并也能为相互购买和其他形式的隐性价格歧视创造机会。但是，以此为依据对集团公司发起进攻，无异于公然蔑视我们所遵守的法律系统的基本原则。在这一系统下，我们常因为我们的行为而遭受起诉，而不是因为能力。我们中的许多人能够做出罪恶的举动，并且我们中的大部分人曾经对此有所企图。但是法律理应保护我们免遭起诉，除非我们已经走出这一系统的保护范围并试图做出违法行为。

如果一个集团公司，或其他任何形式的公司在客户中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

限制贸易、设置价格歧视，或做出任何有悖于法律的举动，它就应被立即起诉。但是，做出此行为的能力似乎不能被看做是阻止兼并发生的根本因素。

近些年来，大多数集团公司都是通过发行债券，而不是支付现金的方式兼并其他公司的。它们期望被兼并公司的赚钱能力足以提供新发行证券所要求的服务。

尽管模式各有不同，并且有些证券组合的灵活性偶尔会与想象中的有所不同，但是大部分报酬中都包括了直接债券、可转换债券或优先股、权证和普通股。一般而言，在并购的公司中，目标就是要尽可能推迟股本权益稀释的时间，并且作为支付价格的一部分，要通过股权计划避免任何利息或股利支付。

但是——也是至关重要的一点——被收购公司的小股东在每次案例中都可以获得许多证券，这些证券（1）可以使他们目前的收入比原来高很多；（2）在交易开始之前，市场价值超过了他的普通股的市场价值；（3）至少是部分地涉及到了比普通股较高级的证券的发行。结果，他就很难发表一些抱怨言论：他在资本价值和收入方面已经拥有了一笔财富，此外他还可以获得优先证券。

目前，集团公司的管理当然极有可能在未来的某些事情上变得糟糕。他们或许会忽略红利、不履行债务，以及致使股权无任何价值。但是，同样地，集团公司却不会自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

产生起就倾向于破产，在过去几年中，一些比较有名望的公司已经破产。此外，被兼并公司中的不再存在的股东当然没有义务接受或保留集团公司为其发行的新债券——他可以离开公司进入市场，在任何时候都可以卖掉它们，只要他愿意。如果他碰上不良交易而赔掉所有，那也只能怪自己，对于其资产负债表和损益表，可以像关注美国电话电报公司和通用汽车公司那样对其进行研究。

此外，在我们为这些被兼并公司的可怜的股东挥洒同情的眼泪以前（因为他把这些毫无价值的废纸珍藏进了他的保险箱），让我们为以下这些股东流下更加真实的眼泪吧，这些股东在经营中并未充分利用其资产，丧失了增长契机、限制了股息支付而不必要地进行现金积累，或对回报率持续下滑的企业进行投资。

最后一点对整个争论至关重要。我们的经济体系所面临的困难并不是由集团公司经理的进取心来决定的。更确切地说，你可以在很多公司，包括美国工业界的许多巨头中都发现这种情况，那些坐在那里好似怀揣几十亿财产的巨头却远不及那些能够采纳众多权威管理意见的人挣得多。在严肃的法律感面前，几乎不可能违反法律。面对约束我们体系运营的基本原则，它举止正当，也就是说，资本将向回报率最高的领域里移动。

大约在30年前，在一本名为《现代公司与私有财产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

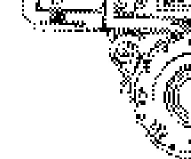
(*The Morden Corporation and Privte Property*)》的划时代的著作中，阿道夫·伯利（Adolph Berle）和加德纳·米恩斯（Gardiner Means）将我们的注意力吸引到了一个令人烦恼的暗示中，即所有权分离和现代公司的发展所引入的控制。公司所有权的大量分散以及公司股东可以悠闲地向任何公司出售其利益，这将导致公司的所有者对公司管理权的控制越来越少，从而使管理可以永远继续下去。政治因素而不是最高收益率目标，在许多公司已经变成了公司发展的决定性因素。永远不会被推翻、毫无想象力的管理已经统治了许多公司数十年的时间，而这时更加具有创造性的竞争者早已经将他们远远甩在了后面。

集团公司从两个方面为老态龙钟的美国工业提供了一次直接对质。

第一，通过许多人不赞成的招标公告和接管投标，所有权突然采用了一个有意义的方式来对管理投赞成或反对票。无论管理者的所有者权益是多么小，运营良好的公司在这个问题上都不用惧怕；无论公司所有权有多分散，没有任何一个错误的管理可以逃脱通过接管招标而发生的所有权转移的后果。在我们的自由企业制度下，这次竞赛应该是比谁最快；集团公司的新的侵略性技巧可以向我们保证，在这次阅兵中落后的人中没有任何一个会感到很舒服。

第二，与第一点同等重要，集团公司强调了我们经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



学中的另外一个基本原则：游戏的名字不是钢铁、汽车、电力或合板——而是利润。这些年来，有太多的管理者将太多的钱投入到了收益率较低的相同的老产品上，原因很简单，只是因为这是他们一贯的做法。集团公司的经理说："我有大量的资源需要配置；我不在乎将它们放在什么地方，只要我能将这些资源的回报率达到最大化就可以了。"

不是集团公司抑制了竞争或破坏了资本主义。恰恰相反，它代表了复兴的基本因素，而这些因素也正是我们大多数营养不良的行业所严重缺乏的。

黄金是唯一可以让我们保持诚实的东西吗

哥伦布（Columbus）曾经说过，黄金是如此美妙的东西，它甚至可以将你带入天堂。当几个世纪过去以后，当那些经营货币事务的人逐渐变得成熟时，它或许会失去一些光芒。但是许多人仍旧相信，人类与黄金之间的关系是唯一坚固的屏障，这个屏障能阻止我们走向地狱。

不论是在我们的货币结构中，还是在我们的心目中，黄金这一角色对每一项投资决策的制定都至关重要。很明显，世界资本市场中的资产流通程度对证券的价格水平也有很大的作用。债券和股票未来的趋势将深深地被我们对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

黄金的崇拜程度（崇拜或不再崇拜）所影响，以改变它的价格或继续保持其存在，或是否继续将它与我们的货币联系在一起。

对黄金持传统观点的仍旧大有人在，尽管有点处于防御姿态的意味。国际货币基金组织创立的新的特殊提款权（Special Drawing Rights）也与黄金有着密切关系。事实上，在创造一种新型国际货币的商谈中，最棘手的问题也涉及到了其与黄金有关的特点和固定性。这一立场的拥护者在黄金中找到了真正的价值，他们害怕人类的鲁莽会摆脱掉纪律的束缚。

对于黄金持相反意见的人则会坚持这一立场，即黄金是毫无价值的、无效的、过时的东西。还有人会进一步争论说，那些将自己对未来的希望寄托在黄金上的人是不切实际的，他们正在进入一个危险的境地。

我仅会通过发表一些令人吃惊的声明来支持这一立场，其他我所熟识的人会对此夸大其词。不幸的是，这似乎是不可避免的。由于情绪化的、发自肺腑的反应，荒诞的说法和对历史的歪曲，其既得利益与黄金密切相关的人们长期以来所进行的宣传，我们对质疑黄金的声音所做出的回应显得极其混乱。只有拥有最强论据的那类声明可以刺穿我们所有人为这一话题的合理见解所竖立起来的屏障。

当然，对黄金这一话题具有情绪化的回应绝不是现代

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

才有的现象。历史上最著名、也是最重要的一个例子是摩西发火，当他在西奈山与上帝对完话后返回时，发现一个犹太人正在对着一个金犊敬拜。此时摩西从全能的上帝那里给人们带回了人类关系的密码，即在人们的基本信仰的束缚下，互相之间和平相处、互相尊重。但是他发现了什么？他发现了犹太人令人难以置信的糊涂举动——狂热地崇拜一个没有任何价值、任何意义的物体。难怪他会将金犊砸成碎片。

这个故事所包含的寓意并没有随着时间的流失而消逝。它代表了两类人之间不可逾越的鸿沟，其中一类是指那些相信人类能够按照正确的方式照顾自己的人，而另一类是指那些不相信自己的能力的人。而这正是关于黄金的全部争论，因此也是我们争论的焦点。

但是关于摩西和金犊的故事并不是唯一的一个与我们的争论有关的故事，还有国王迈达斯的故事。自从他能点石成金以后，他就变成了一个穷人，而不是富人。他没有衣服可以穿，也没有食物可以吃。他的房子变得如此沉重、如此柔软，以至于最后难逃倒塌的厄运。他再也不能翻书阅读或挥剑防守。这个故事告诉我们，金子是如此美妙的一种装饰品，但是除此之外，它不具有任何内在价值。我们积攒的越多，我们所拥有的能表示财富的真正含义的东西就越少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

戴高乐将军或许会很清楚地记得这个故事，当法国人在近年来从我们这里拿走大量黄金时，我们已经享受了许多可口的食物、喝了多瓶佳酿，并且在此过程中所享受的令人陶醉的情景久久不能让人忘怀——而不会谈到黄金所带给我们的巨大的利润及富裕的法国资产。最后谁在这次交易中占据优势，是法国还是我们?

那么，如果黄金的价值只是象征性的而非实质性的，我们就必须认识到，它所具有的特定的、独特的物理属性，可以令它有效地完成其历史使命。它可以有效地抵制氧化作用、绝对不会失去光泽或变质。它密度极高，很小的一个金块就具有很大的重量。其供应量的增加比世界经济的增长缓慢得多，它似乎永远都比较畅销。所有的这些特点都使它能成为货币的最有效的形式，并且可以帮助解释人类这一奇怪的行为：从泥土里把它挖掘出来就是为了再次把它带回到泥土里去。

那么现在请注意，拥有了固定的价格以后，黄金每年的产量主要取决于矿场中矿石的等级、人类的生产力以及服务于矿场中的机械设备。换句话说，全世界范围内黄金的产量主要依靠物理关系，依靠矿场经理的商业决策，而不是中央银行家和国家的财政大臣的决定。

对于那些高于金本位制的信仰的拥护者来说，这种权利的分离是至关重要的。如果中央银行家和财政大臣没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

参与货币全面供应的基数的决策的话，那么，他们就不能让货币供应的增加量超过严格设置的限制量，无论他们多么想这么做，也无论他们这样做的原因有多迫切。

另外补充一下，我或许提到了中央银行家和财政大臣们都明白的一个趋势，当他们感到货币供应量迫切需要大量增加时，他们就会放弃与黄金的关系，即使这种事情或许不会发生。

现在，所有的这些东西对摩西十诫和金犊都能起到很大的作用。和摩西持相同观点的人认为，那些能够并且应该以合理、理性的态度管理自己的事务的人应该结成同盟，来反对金本位制和它所意味的一切东西。另一方面，那些怀疑人类的能力，认为人类不能明智地考虑问题的人，希望将关于我们的购买力的问题的最终决定权交付给我们控制不了的自然或其他力量。简而言之，你对黄金的看法将由你的基本哲学观、人类的伦理观和你在地球上的角色来决定。

但是黄金的拥护者和反对者之间存在的分歧不仅仅是哲学问题，还是政治问题。关于这个问题我已经暗示过了。如果金融主管当局限制他们所制造的货币的数量，如果黄金基数仅以适中的速度扩大，那么比起其他方式来说，经济的扩张就很可能会慢得多。我们知道，消费和生产的扩张在特定的条件下、特定的时期内可以远远超过货币的供

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

应，但是我们也明白，正如1966年那个比较戏剧性的经历可以说明，货币障碍最终会解除，然后会对经济的增长形成反作用。

因而，到了黄金需要为货币供应设置上限的程度，它就会立刻阻止经济做过多尝试，避免其陷入恶性通胀，阻止其信贷和金融机构的过分扩张。当然，这些都是有好处的。但是它也可以致命性地减慢前进的脚步。在一个通胀的氛围中，商人会变得比较胆怯而失去魄力，变得谨慎而不再大胆，经济的扩张和改革的步伐就会慢下来而不再向前发展。一个动态的商业环境以及自愿地进行社会实验和改革只可能发生在一个扩张性的氛围中。

简而言之，对黄金的不同见解是进步论者和保守派之间长期争斗的象征。这句话的完整意思就是说，代表了那些做事急进的人和做事渐进的人之间的不同。询问一个人对黄金的看法，你就能明白他对社会所持的全部态度。

其中一个最极端的例子当然应属列宁了，他预言，苏维埃将用黄金给人们带来便利。此处决不是巧合，威廉·詹宁斯·布赖恩（William Jennings Bryan）在建立金本位制时，就暗示出对经济进步的绊脚石的鄙视，因此怒骂人类是被钉在了“黄金的十字架”上。还有，约翰·梅纳德·凯恩斯在其早期的作品中表达了他对金本位制的怀疑，成为新的世界货币体系的建筑师，把我们从黄金中解放出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



来。另外一个极端的例子，应该说是弗兰兹·匹克（Franz Pick）了。多年来，他一直都对政府和人类的道德观念冷嘲热讽，并且他还预测人类将有一场金融灾难，尽管这场灾难从未发生过。经济学家如亨利·赫兹利特（Henry Hazlett）和沃尔特·斯帕赫（Walter Spahr）把针对于货币管理的严厉批评言论和极端保守的政治哲学结合在了一起。

最后，黄金的这种使用方法作为基本的政治不同点的焦点部分，通过法国人和我们之间对国际货币改革的对抗戏剧性地表现了出来：法国将黄金用作杠杆，来使他们认为我们匆忙购买或扩充世界资产的速度慢下来。更加深刻的是，储藏黄金这一法国人传统的、坚定不移的愿望或许是缘于历史上的人物，其统治者鲜有英明廉洁者。

上述内容足可以表明我的立场。显然，当我们必须试图避免过度扩张和过度支出，以免导致无法控制的恶性通胀的发生时，美国的历史给我们提供了令人难忘的证据，来证明如果没有那些具有妨碍性的、复杂的、呆板武断的障碍的话，我们可以处理好自己的事情，实现我们的目标。

因而，这又导致了我们对这一古怪的观点进行讨论，如果我们能将黄金的价格增加到一个确定的数字，我们就可以毁掉这些障碍，仍旧能够拥有最美好的世界——比如说，将黄金的价格成倍增长至每盎司 70 美元。这一言论的支持者辩论说，这一做法将使得其在世界上的流动性比目

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

前国际货币基金组织所采用的计划快得多。如果采用这一做法，那么它将使得目前存在的每盎司货币黄金的购买量可以达到原来的2倍。同时，它将刺激新黄金的产量达到一个新的水平。他们继续说，事实上可怜的黄金矿主已经有35年没有增加过其产品的价格了，在这段时间内，美国大部分其他商品的平均价格已经涨到了原来的3倍，而在世界上其他的地区也上涨了很多。

这最后一点值得人们讨论一番。首先，如果某个行业的产品售价在大规模通胀的持续期内被长期冻结的话，我们经常会对这个行业感到歉意，但是让我们回到1933年，那时候黄金是每盎司20.67美元。在那个时候，批发价格指数从1929年的水平已经下降了大约30%，比第一次世界大战后的高峰时期，也就是比20世纪20年代下降了50%。但是黄金的价格并没有下降哪怕是一个便士。此外，当那些真正实用的商品，比如说小麦、铜、木材或咖啡等销路极差，甚至无任何买主时，黄金矿主所能制造的一切产品都能够按照通行价格在市场上进行交易。在那个时候，罗斯福的权杖轻轻一点，他们就能确保其生产的所有产品都能在市场上以接近每盎司20.67美元2倍的价格出售，商品的批发价格仅上涨了20%——低于1910年的水平——而黄金的价格则上涨了60%。依我看来，在未来很长一段时间内，黄金矿主将无缘再得到这种飞来的横财。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



此外，近期有数据显示，产量为世界上其他地区3/4的南非金矿境况良好。他们的产品产量已经超过了1960年的40%。每吨的价格在这段时间内已经上涨了将近5%；通过挖掘丰富的矿脉，他们将每吨的利润率保持在六七年前的2%之内。他们的利润率有50%是出自于卖方市场的商品。

由于对金矿持有严格的商业态度，高价格的提案很难得到支持。并且还忽视了价格上涨对双方的信心和信任所带来的严重后果，而双方的信心和信任是我们目前关于货币的所有争论的焦点，其中最重要的一点就是他们取得的巨额利润，像法国，他们选择急忙从美元市场上进行撤退，而不是留下来支持我们。

无论如何，除非当我们的国家缺乏维持舒适生活所必需的物品和服务时，以及当世界上2/3人口的生活处于严重贫困的状态时，我们为什么要如此绝对地采取措施鼓励和刺激商品的生产呢？第二次世界大战时，我们很明智地关闭了金矿开采，因为我们不能将劳动力和资源浪费在这上面，而应该让他们干更重要的事情，那就是打击纳粹党人和日本。今天，当饥饿、疾病和贫民窟对这个世界的和平和理性造成了严重威胁时，难道我们还要采取相反的措施，将更多的劳动力和资源用在从地下挖掘金子这一毫无意义的事情上么？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我们怎么能够失去理性？今天，南非从地下将这种无用的东西挖掘出来并且将其销售给我们，以至于让我们可以再将其带到地下去。而南非因为从事这项业务每年可以挣得 10 亿美元。这就是我们众所周知的健全的财政。如果我们每年付给南非 10 亿美元，请求他们为其所居住的贫穷至极的大陆提供有用的物品和服务，从而提高他们的生活标准，这一做法是不是更加不理性？我们选取这两种方式中的任何一种来支付 10 亿美元，而南非也可以选择这两种方式中的任何一种来赚取 10 亿美元，但是我们却都选择了地下一些毫无价值的东西，虽然另一种方式可以帮助这个世界变得更加繁荣和稳定。

但是，通过众多的推断，我们可以归纳出，这一讨论暗示了一个令人好奇的可能性。正如我们所见，毫无用处是金钱的一个本质特征。如果某些东西是有用的，我们绝不可能将其无数次储存在离地许多英尺的地下防腐金库中或无限制地将其从一个人手中传递到另一人手中。例如，战后我们绝不可能吸在德国用做货币的烟，因为它们已经被吸食了，而不再作为支付工具存在了。同样地，当人们在世界历史上使用许多不同的贵重物品或商品当作货币时，他们最终还得采用这些贵重物品的象征性物件来代替它，比如以硬币或纸币的形式，因为他们需要这些物品本身来满足他们日常生活的需要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



在我们这个时代，纸币的生产成本十分低廉，我们的货币的主要形态——银行存款仅仅需要一个记帐机上的打孔器或电子计算器就可以存在或从一个持有人那里转到另外一个持有人手里。

显然黄金已经过时了，因为它的制作成本极大——它每年榨取的人力和资源的成本足够每年造 10 万所住宅了。

因此，一个现代的、精明的世界应该采取两种可能的解决方式里的其中一种。一方面，我们可以完全放弃生产这种毫无用处的东西。另一方面——这或许是一种比较令人开心的解决方式——或许我们可以为黄金找到一种更实际的用途。

例如我所知道的，黄金的耐热性极好，所以可以将其应用于我们的航天事业。除此之外，它或许还具有其他类似的应用方法。快速扩大黄金的用途是一件令人愉快的事，即使它会导致其价格的上涨。

我认为这将是一件好事，因为——正如我们从金属银的例子中看到的——它将导致黄金不再作为货币来使用，而不会引起任何惊慌，不会让人感觉到我们正在打击我们的货币，在理性的解决办法中也不会出现任何关于荒诞的说法和过时的信仰方面的恐慌或争论。过去当我们不再将牛、珠子、女人和银作为货币的时候，只是因为这些东西有其更重要的用途。所以我们应该给拒绝黄金作为货币这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一做法提供机会，因为我们已经赋予了它更重要的用途。

一个谦虚的建议

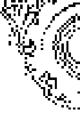
近期，一小撮华盛顿的政策制定者与众多受人尊敬的华尔街金融家会晤，以商讨在公债普遍不受人欢迎时，在既不影响恢复进程又不会诱发通胀的前提下，如何给政府提供经济支持的问题。

这些经济学家和银行学以及政府财政方面的专家并没有提出任何可以激起人们的兴奋点的主意。这次会议似乎要无果而终，就在这时，X 先生提出了一个令人吃惊的建议。

X 先生以一个全新的观点对所面临的问题进行了抨击。他说，因为他的身份是一家大型股票交易公司的合伙人，所以他比其他人群更能接近人们的思想。正因其平易近人的特性，他才敢在聚集了众多博学、负责的财务专家的会议中讲话。而且，因为他的职责就是负责证券及其市场营销方面的事务，并且政府债券也算做证券的一种，其销售也类似于其他类债券，所以他觉得他能够贡献出一条计策。

X 先生指出，公众不愿意购买债券是因为他们深信通胀是无情的，并且债券的持有者一定会丧失购买权。除此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



之外，计划购买债券的人都有过损失惨重的经历，众所周知，人们绝不会再次购买曾经亏过钱的证券。因此，任何东西只要其名称和“债券”有所关联就变成了滞销货，除非它包含一些有利特点，会对发行者带来巨大的财务损失。

另一方面，公众对购买被称为是“普通股”的任何类证券似乎都拥有无限的热情，并且在决定需要买哪种、支付多少钱方面严重缺乏判断力。

既然这样，X先生就考虑，政府的做法是否可以效仿一些聪明的保险公司，也就是使其发行的债券符合市场的需要，这对成功的发行债券是一种有效的保证。很明显，政府也需要调整自己以适应时代——债券已经过时了，而股票现在正处于旺盛阶段，因此政府应该发行普通股票。

将国家发行的公债称为“股票”而不是“债券”是为了确保其能够被大众所接受。但是X先生考虑，如果它能利用投资大众的热情，并且保持其在市场上的可信度及信誉度，那么就能够进一步确保其发行的成功性。至于以后，当然会为其广告和推广设置某些限制，无论是在口头宣传上，还是在印刷品上。确保不要与美国证券交易委员会或各种各样的证券委员会相悖，这一点至关重要。但是，市场本身就很渴望对发行的任何普通股的有利方面进行强调，并且也倾向于设想其有利的因素，而不会对缺乏职业道德的做法进行鼓励。因而，X先生指出，普通股的招股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

说明书在内容叙述上要做到详尽、易懂，并仍旧确保所发行的证券保持良好的市场接受度。事实上，在许多案例中，普通股的发行都进行得非常顺利，仅仅是因为他的公司已经控制了承销团而已——没有人会注意到招股说明书里说什么。

X先生觉得，政府所处的地位十分有利于发行普通股，所以一定会获得最好的普及度。投资者会在普通股中寻找某些东西，它们是：（1）增长性；（2）保护其不受通胀的困扰；（3）市场普及性；（4）杠杆作用。与那些过时的观点不同，投资者对现金红利、收入回报率或账面价值不太感兴趣。他们甚至也不太留意价格，因为他们普遍认为，今天为股票支付的任何价格都会低于未来的价格——成长性、通胀和市场普及性也许会让对价格的挑剔变得多余。

如今，可以对政府的股票发行进行设计，以使其可以满足投资者的四个目标。最后，X先生提议，政府全部开支的3%累积起来作为政府的普通股的收益。现在讨论技术细节还为时尚早，但是一般而言，每个部门都要将其花费的每1美元中的3分钱投入到普通股基金中。（这对于那些官僚主义者来说并不难接受，因为营业税已经非常普及。此外，如果政府支出中的这3%的税可以提醒官员我们还在承担着其余的令人讨厌的包袱的话，那也未尝不是一件

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

好事。)

股票发行的招股说明书里面应该包含一个表格，用于列明政府开支的过程，也就是说，从1929年至今的开支以及那相应的3%。很明显，在30年中，普通股收入的增长将会超过20倍。目前看来比较突出的蓝筹股中，也鲜有赶上这一增长速度的。公众判断其增长情况是通过以前的记录，并会将这一记录延长到无限的未来。毫无疑问，考虑到公众对未来的信心，可以设想，政府普通股票将会拥有一个真正令人吃惊的收益前景。在增长率方面它很可能会被誉为国家第一股。

此股票还被看做是一个完美的通胀屏障。它的收益完全与一个因素相符合，而这个因素正是公众所认为的、可以决定通胀程度的因素，那就是政府开支。此外，此股票可以代表大量实质性的东西的所有权，而这既包括地上的东西，也包括地下的东西，更不用说空中的东西了（也许在不久的将来还会包括其他行星上的东西)。华盛顿仅房地产一项业务就可以成为一个巨大的通胀屏障。然后，还有数百万英亩的公共土地、国家公园以及军用设施等等。公众还会联想到石油、铀或他们可以发现的任何数量的其他财富，并证明它们可以令股票更好地成为通胀的屏障。X先生提醒他的听众说，根本就没有必要让投资公众相信这些资产中的任何一项将来会被赚钱出售或被分配出去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

如果公众知道或推测资产还存在，即使它们绝对不会被变卖，那么股票就会被认为是通胀的屏障。

可以通过发行规模和对股票的庞大操作来确保所发行股票的市场流行度。在大众的眼里，没有其他任何一种股票的名气可以比得上政府发行的普通股。每天都有数百条关于发行者如何操作的各方面信息被出版或通过广播进行报道。关于发行者的新闻让投资者对发行者的股票兴趣大增，政府发行的股票将享有最大量的广告。X 先生说，关于这一点仅存在一个障碍——这一投机业务的管理方面还未引起高度重视，并且对于这一计划的效率方面仍旧存在一些怀疑。但是，这些保留意见不会对这一股票起到反作用，因为管理不善以及效率低下将会增加政府的支出，如此一来，也就会增加股票的收益能力。

至于其杠杆作用，此股票也足以引起公众的注意力。它将担负超过 2 800 亿美元的债务及数十亿美元的临时负债。X 先生觉得，或许此股票最多代表了 40% 的权益。这将依靠其发行价格，关于这一点他会稍后再议。

作为一种成长型的证券，将此股票的现金股息降到最低，但要始终使其保持微量上升的状态，这种做法极为重要。慷慨的股息只会使此股票笼罩上不祥的光环，人们会认为它是只适合于孤儿寡母用做投资的收益股，而算不上是一支动态证券。人人都知道，拥有健全的、良好的收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



的股票并不受人欢迎。现今的投资者并不关心收益，而只注重资本利得。所以将股息设置得很高就等于犯了严重的错误。

X先生对股票的大概发行价格做了一个估计。理想的股票市盈率应该设置到与IBM、3M、宝丽莱等等企业类似的标准。这些企业的股票有时会以45倍收益的价格进行出售。X先生还指出，他的公司十分愿意在此基础上发行政府股票。也许他们的价格还会超过这一数字。以800亿美元的政府开支为基础来计算，股票的最佳收益应为24亿美元。将这一数字与45相乘，得出发行的总价值为1080亿美元。他建议每股的价格为400美元（与IBM的股票价格相当），这就表示可以发行2.7亿股——其股数跟通用汽车发行的股数差不多。

X先生的主意听起来如此新颖，以至于会场上的人都不太乐于支持他，除非是秘密地支持。但是，先看看大众对此举的反应再从长计议是十分明智的。因此，作为一种实验性的计划，这一言论将不会出现在记录中。这就是为什么我要将它写出来的原因。

一个自负的建议

看到这里，我们的读者或许会回想起我们曾经提过的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

那一小撮坚强的、具有创造性的商业主管或大学人士，他们偶尔会聚到一起以十分秘密的方式就当前的一些主要事件为政府提供建议。

现在，我们有了一个机会去查看这个小集团于1964年早期举行此类会议时的一个会议记录。会中的讨论十分令人着迷，但是，凭着后见之明的优势，我们发现它有着更加不平凡的方面。

这个集团负责考虑如何才能改善美国在改革、同情和慷慨等方面的名誉逐步下降的问题。会议的最精彩部分是由一位男士的发言而开始的，这位男士刚刚结束了其在邦湾（Bwongwham）国的周游。邦湾是一个拥挤的发展中国家，但是这个国家中的许多上层阶级、宗教和军事领袖都具有欧洲教育背景。这个国家目前已经分裂成了两个国家，但是它们仍以“北邦湾”和“南邦湾”相称。

“让我们试着开展一项大规模的外援项目吧，”我们的朋友建议说，“让我们为这个国家的3 500万人口每年提供200亿美元的真实帮助。这些钱将用于建造他们的公路、学校和发电站，设立港口设施，建立一个完备的交通系统，给他们的农场里配备机械和肥料。同时，我们再输送40万或50万年轻人到那里去，手把手地教给他们如何使用这些机器，指导他们如何进行规划，帮助他们开沟挖渠以及教给他们如何使用计算机。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



“自此三四年后，我们在世人面前的形象就不言而喻了，特别是当我们能对待不太友好的北邦湾人都像对待南邦湾人那样慷慨大方的话。”

这个集团的其他成员都发表了严厉的拒绝之词，诸如“荒谬”、“白痴”以及其他一些不那么好书写的脏话，这些言辞不断地在会议桌上飞过来、顶回去：“你怎么会认为他们每年能够吸收200亿美元的巨款——每人每年600美元，这个数字都达到了他们目前总收入的好几倍！……200亿美元？这比美国政府用于购买非国防物品和服务的总数还要多……将这么多钱送给一个不太友好的国家？绝对不可能！……你会让我们破产的，这必定会引起通货膨胀……”

我们的朋友静静地听着，等到他们的激动情绪渐渐消退，然后他才又继续发言。

“我感到很奇怪，”他说，“当你在此类会议中已经考虑过这么多激进的、非传统的其他想法之后，你还会对这一提议反应如此强烈。但是，在政府财政这一事件上，很明显，传统智慧是极其顽强的。我认为，我开了一个好头，因此，我在这里引用约翰·梅纳德·凯恩斯的智慧名言：

在公共开支方面，为什么我们钟情于选择完全“浪费”的形式，而不是部分“浪费”的形式呢，那是因为我们是从严格的“商业”法则方面来判断的……金字塔建

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

筑、地震，甚至是战争（此处容我再添加一点，还有航天项目和宇宙飞船系统试验）都可以增加社会财富，如果我们的政治家受到了古典经济学家原则的影响而阻碍了任何事情向更好的方向发展的话。

“但是当然，我们所谈论的不只是一个富有启迪性的财政方针，最重要的一点是，像其他发展中国家一样，人民对邦湾开始不满，它正濒临社会革命和恐怖行动的边缘，或许还会爆发内战。鉴于其战略位置和其共产党的独立性，我们十分不愿意看到它发生内战。”

“但是，如果我们静观其变，他们内部将会开火。我们将不可避免地受到牵连，在我们的世界上爆发内战，我们当然不会只受到很小的牵连。我预测，事实上我们还是要在邦湾每年花费200亿美元——他们的经济也能吸收这200亿美元，但是，却是以毁坏房子、工厂和交通的方式来吸收，而不是将这200亿美元用于建设上。我们也将会往这个国家输送成千上万个年轻的美国人，但却是为了杀人而不是为了搞建设才派去的。”

“如果真的发生了内战，我并不会对我们是否受到牵连这一问题而产生质疑。现在我要问的是：你们是想用这些钱去阻止一场战争的爆发呢，还是用于去参战呢？特别是当你们现在还可以进行选择的时候。”

“我们能够承担得了吗？鉴于全世界那些穷苦人们的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



暴动和骚乱，我们是否能够承担得起因为没有实行这一项目而造成的后果？当然，我们本国内也有喧嚣和暴躁的人群，但是我们国内那些为克服城市祸患、缺乏教育、健康和机会的项目与我所说的外援项目比起来简直微不足道。”

“为什么我们可以拨款数十亿美元用于国防事务，而反对拿出数百万美元用于提高生活质量呢？1964 年，联邦政府将会用 500 亿美元花费在采购国防用品和服务方面，却不肯将不到 1/3 的钱用于非国防物品和服务——这真是让我难以置信。请再让我强调一下，我们的国防开支巨大，这也许不可避免，但是对其他领域表现得如此吝啬，这真让我难以理解；对于这种用途的拨款可以欣然接受，对另一种用途的拨款却如此费劲。如果你知道你可以使任何一个人从这个地球表面消失，你可能会感到很舒服。但是我认为，在这同时，你也许还要花费你最大的努力去改善这个地球表面的状况——如果我们做不到这一点，我们就没有选择了，最后只能炸掉它。”

“毕竟，如果我们将邦湾炸成碎片，我们就不得不花费更多的金钱来重建它。为什么这次我们不试着将顺序颠倒过来呢？”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
http://iask.sina.com.cn/u/1644200877 此处有大量书籍免费下载！
仅供个人阅读研究所用，不得用于商业或其他非法目的。切勿在他处转发！



著作权合同登记号
图字：01-2009-0260

伯恩斯坦金融三部曲 水隐醉月制作
《繁荣的代价》
《华尔街上的经济学家》
《金融简史》

著名金融史学家彼得·伯恩斯坦巧妙地将知识史与经济学融入到金融管理的理论与实践中，他的金融三部曲将指引我们在不停变换的经济图景与金融世界中巡航与求索。

《繁荣的代价》从取和用两方面对政府开支与私人消费两者间的平衡关系进行了深入的分析；《华尔街上的经济学家》为您打开金融学的通俗读本，从美元的未来到家庭财务的困境，从投资组合管理到资产配置的优化规则；《金融简史》将您重新带回金融体系的基本面，透析货币政策，展望经济前景。

ECONOMIST ON WALL STREET

Notes on the Sanctity of Gold, the Value of Money, the Security of Investments, and Other Delusions

威廉·夏普
诺贝尔经济学奖得主

我们从幼稚而杂乱无章的选股阶段，发展到在统观整个资本市场运作的基础上构建组合，彼得·伯恩斯坦的贡献在于，作为桥梁和沟通者，向投资者普及了学院式的金融理论。

《证券日报》

伯恩斯坦虽然已经逝去，但他的名字将与他的经济学说一道长存。他的书会让更多中国人知道：20世纪的美国除了凯恩斯外，还有一个叫伯恩斯坦的经济学大师也值得称道。

《中国证券报》

集著名金融史学家和投资家于一身的伯恩斯坦更像是一位老师，他将当今华尔街最为主流和通行的投资理念转化为通俗的语言传达给人们，致力于给投资者提供面对未来投资风险的装备，教会人们如何与“天”为敌。

《投资者报》

伯恩斯坦在书中所描述的那些岁月虽然已经远离了我们，但有关美国的经济体系如何建立、钱从哪里来又往哪里去、如何控制投资风险的话题，却离每个投资者都很近。

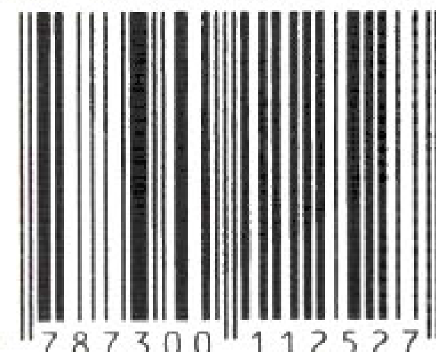
总策划人：韩　焱
执行策划：季　阳
营销总监：张晓卿 zxq@cheerspublishing.com
设计总监：夏红卫
责任编辑：董　寰　佘振芳
jiyang@cheerspublishing.com
投稿请至：service@cheerspublishing.com

POPULAR 水玉银·刘军
shuiyuyin@yahoo.cn

WILEY Publishers Since 1807

湛庐文化·出品
Cheers Publishing

上架指导：金融史/金融投资



ISBN 978-7-300-11252-7
定价：38.00元